

Análise Mensal

03 de Fevereiro de 2017

Mercados Financeiros

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

CRESCIMENTO E INFLAÇÃO ACELERAM

- ▶ A informação económica mais recente confirma crescimento sustentado e em aceleração na Europa, em particular nos países que integram a UEM. Em 2016, o PIB da UEM registou uma expansão que se estima em 1.7%, não sendo de excluir o cenário de aceleração este ano atendendo à dinâmica dos indicadores parcelares de actividade e ao comportamento dos índices de confiança, a caminho de valores máximos na generalidade dos sectores e geografias. Apenas o panorama político e a incerteza associada toldam as expectativas, justificando um cenário ainda cauteloso (a nossa previsão aponta para que o PIB aumente 1.6% em 2017). Para além dos sinais de crescimento robusto, o ritmo de variação dos preços em Janeiro superou as expectativas do mercado, pressionando a taxa homóloga de inflação para 1.8%, o valor mais alto desde meados de 2013. A taxa de inflação subjacente deverá manter-se estável, em 0.8%-0.9%; todavia, o comportamento do IPC agregado, variável *target* no âmbito da política monetária da UEM, sugere que a inflação homóloga se quedará em valores muito próximos de 2% no primeiro semestre e induzirá revisões em alta significativa das expectativas de inflação para 2017.
- ▶ Entretanto nos EUA dever-se-á assistir a uma evolução semelhante, ou seja, aceleração da actividade económica e aumento do ritmo de crescimento dos preços, ainda que o resultado final esteja bastante dependente das políticas implementadas pela nova Administração Trump. Por um lado, as medidas de foro fiscal e o plano de melhoria de infraestruturas (ainda não conhecidos) deverão contribuir para reflacionar a economia. Mas, em contrapartida, o ímpeto proteccionista que tem sido evidente nas primeiras intervenções públicas dos novos responsáveis governativos arrisca comprometer tudo o resto, atendendo aos potenciais efeitos nefastos e imprevisíveis de uma guerra cambial com parceiros de peso (Alemanha e China), sobretudo num contexto em que as interligações económicas (cadeias de produção globais) e financeiras (a China detém cerca de 3 biliões de USD em reservas, sendo um dos principais investidores em dívida norte-americana, detendo cerca de 1/3 do total na posse de não residentes) são muito significativas, sugerindo que seria um jogo de soma bastante negativa.
- ▶ No mercado cambial, o dólar tenderá a manter-se sob alguma pressão vendedora a curto prazo perante a perspectiva de reforço das medidas proteccionistas pelos EUA (ainda que estas tenham impacto final incerto sob o dólar) e dadas as intervenções verbais pela nova administração dos EUA, promovendo um dólar mais fraco. Esta situação deverá atenuar a médio prazo, reflectindo a expectativa de aumento do diferencial dos juros, a favor do dólar. Por ora, o EUR/USD deverá manter-se em torno de 1.08 e as moedas consideradas de refúgio deverão beneficiar, com destaque para o franco suíço.
- ▶ As taxas de juro Euribor permanecem estáveis em valores mínimos históricos, mas nos EUA as taxas de referência Libor do USD aumentaram para valores que já não eram observados desde meados de 2009 (acima de 1% no prazo dos 3 meses), sinalizando de forma bem expressiva o caminho de lenta normalização. Estas tendências deverão manter-se nos próximos meses, reflectindo as expectativas prevalentes relativamente às políticas dos respectivos bancos centrais: a Fed deverá prosseguir com aumento cauteloso das suas taxas de referência, enquanto o BCE não deverá alterar tão cedo os níveis das taxas directoras, concentrando-se antes na gestão da sua política não convencional, com impacto mais evidente na zona longa da curva de rendimentos.
- ▶ No mercado de taxa fixa deverá reforçar-se a tendência de perdas nos segmentos de referência, associada também ao aumento da inclinação das curvas de rendimentos – o diferencial entre a *yield* média do *Bund* de 10 e de 3 anos está em máximos desde meados de 2014, acima dos 100 p.b.; no mercado norte-americano, a *yield* do *US Treasury* de 10 anos situa-se também em máximos desde finais de 2014, 2.5%. Face ao enquadramento económico e financeiro descrito, e dado que os defensores de uma política monetária menos agressiva no seio do Conselho de Governadores do BCE terão cada vez mais argumentos a seu favor, antecipa-se que a pressão sob os prémios de risco dos países periféricos do euro considerados mais vulneráveis permaneça elevada.
- ▶ Os activos considerados de maior risco – sobretudo acções e *commodities* - deverão sair beneficiados caso se confirmem as expectativas de crescimento e inflação mais robustos num contexto em que o grau de acomodação das políticas monetárias permanecerá ainda muito elevado. No mercado accionista o bom desempenho dos resultados sustenta a recente evolução, sobretudo nos EUA. Todavia, factores de ordem política poderão justificar a alteração deste enquadramento benigno. Se nos próximos meses se destacam os diversos actos eleitorais agendados na Europa, no imediato salientam-se as consequências (incertas) das primeiras medidas (e declarações) da presidência norte-americana como principal factor de risco. Pelo que não se exclui o regresso de alguma volatilidade ao mercado e uma menor complacência.
- ▶ Nesta publicação destacam-se as notas produzidas sob o tema do Brexit, após o discurso mais agressivo de Theresa May; a política monetária do BCE num contexto de reforço da inflação e as consequências ao nível das aquisições de dívida pública portuguesa; finalmente, a política da FED e a tendência de subida das taxas de juro de longo prazo e o cenário macroeconómico para o Brasil.

Crescimento e inflação aceleram

Num contexto de robustez dos indicadores de crescimento económico e aproximação da taxa de inflação do patamar de 2% na UEM deverá aumentar a especulação relativamente ao processo de retirada dos estímulos quantitativos pelo Banco Central Europeu, que começará já em Abril a reduzir os montantes a adquirir no âmbito do programa de compra de activos. Entretanto, a Reserva Federal deverá continuar a preparação para aumentos adicionais das taxas de juro de referência, ainda que o discurso se deva manter cauteloso, por ora. E o Banco de Inglaterra deverá assumir uma postura mais equilibrada face aos riscos de arrefecimento económico menos intensos que o esperado e inflação com tendência de subida. Em suma, pode assumir-se que a política monetária no mundo desenvolvido já ultrapassou a fase de maior expansionismo, caminhando para a normalização. Face a este novo contexto, tenderá a esbater-se a relação estreita entre os principais activos financeiros (até agora suportados pela enorme almofada de liquidez), beneficiando potencialmente os mercados de acções (embora de uma forma heterogénea) e penalizando os mercados de dívida, devendo as *yields* dos mercados de referência manter a tendência de subida e os prémios de risco dos países periféricos do euro, considerados mais vulneráveis, manter-se sob pressão.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Daniel Filipe Belo
José Miguel Cerdeira
Vânia Patrícia Duarte

ANÁLISE TÉCNICA Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86 Fax: 351 21 353 56 94
Email: deef@bancobpi.pt www.bancobpi.pt <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi>

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	05
Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco	07
TEMAS EM DESTAQUE	
BREXIT SIGNIFICA BREXIT	09
O BCE E OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO DE PORTUGAL	13
EVOLUÇÃO DO BALANÇO DA FED COM IMPACTO NAS YIELDS DA TAXA FIXA NORTE-AMERICANA	16
BRASIL - CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA MITIGAM RISCOS ASSOCIADOS	18
ECONOMIAS	
EUA – INVESTIDORES OLHAM COM MAIS CAUTELA PARA ADMINISTRAÇÃO TRUMP	21
ZONA EURO - CRESCIMENTO ECONÓMICO E INFLAÇÃO SURPREENDEM PELA POSITIVA	22
PORTUGAL - DINÂMICA DE CRESCIMENTO PODERÁ REFORÇAR-SE NO 4º TRIMESTRE DE 2016	23
ANGOLA - FMI PREVÊ CRESCIMENTO DE 1.3% EM 2017, DEPOIS DE ESTAGNAÇÃO EM 2016	24
MOÇAMBIQUE - INFLAÇÃO TERMINOU 2016 EM NÍVEIS DE DOIS DÍGITOS	25
ÁFRICA DO SUL - TAXA DE INFLAÇÃO MÉDIA ACIMA DO INTERVALO DE 3%-6% EM 2016	26
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
ENTRE O MERCADO E O DESEJO DAS AUTORIDADES, CONFLITO EM PERSPECTIVA?	27
MÉXICO POSTO À PROVA PELAS POLÍTICAS DOS EUA	28
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
COMEÇO ROBUSTO DO ANO NAS EMISSÕES; SPREADS DIVERGEM NOS DOIS LADOS DO ATLÂNTICO	30
MERCADOS ACCIONISTAS	
DOW JONES SUPEROU OS 20,000 PONTOS EM MEADOS DE JANEIRO	31
MERCADO DE COMMODITIES	
CENÁRIO ECONÓMICO FAVORÁVEL A PREÇOS SUPOSTADOS	32
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	33
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	34
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	35
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	36
BASES DE DADOS	37

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	<p>. A actividade económica global fortaleceu-se na viragem do ano, permitindo acalentar expectativas mais positivas para a economia global. As tendências de revisão de cenários serão no sentido ascendente, sobretudo nos países da região do euro e nos asiáticos emergentes.</p> <p>. O maior dinamismo deverá ocorrer nas economias desenvolvidas, mas também nos mercados emergentes (com destaque para os asiáticos), ainda que estes possam ter um comportamento heterogéneo fruto do ambiente financeiro mais restritivo (subidas de taxas nos EUA) e de um eventual maior grau de proteccionismo pela Administração Trump.</p> <p>. Em termos globais, as expectativas para 2017 são elevadas, na medida em que se está a incorporar o regresso a tendências de maior normalidade: lenta elevação da inflação, inversão do ciclo das <i>commodities</i>, taxas de juro mais elevadas. Dado o contexto, o potencial de desilusão poderá também ser significativo.</p>	<p>. Os riscos continuam enviados em sentido descendente:</p> <p>. Brexit - consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de proteccionismo, perturbações políticas e contágio a outros países europeus.</p> <p>. Eleições na Europa - Holanda (Abril), França (Maio) e Alemanha (Setembro). Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu.</p> <p>. Sector bancário - apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália, Portugal;</p> <p>. China - abrandamento pode surpreender dados alguns desequilíbrios (endividamento interno)</p> <p>. Economias emergentes - o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais.</p> <p>. Guerras cambiais - O actual equilíbrio (ainda que precário) nos mercados cambiais pode ser ameaçado pelo discurso norte-americano de tentar desvalorizar o dólar, mencionando a alegada subvalorização artificial de outras moedas, o que pode suscitar eventuais retaliações dos restantes países, com uma possível "guerra cambial" em vista.</p>
EUA	<p>. PIB 4T16 - Segundo a estimativa avançada do PIB no 4º trimestre, a economia cresceu 1.9% q/q anualizado, o que resulta num crescimento anual de 1.6%, bastante abaixo da expansão de 2.6% registada em 2015. Fraco investimento no sector energético devido aos baixos preços petrolíferos, no qual aliás se concentraram a grande maioria dos <i>defaults</i> neste país, estiveram na base desta evolução. Acresce a conjugação de vários outros factores (desde a volatilidade nos mercados devido à situação chinesa, passando pelo Brexit e acabando na própria eleição doméstica), que subjugaram tanto a confiança dos investidores, como a confiança dos consumidores. Assim, uma situação em que o mercado de trabalho foi observando melhorias graduais não se traduziu numa expansão económica expressiva. No entanto, o terminar do ano parece revelar uma renovada dinâmica, comum à indústria e aos serviços.</p> <p>. 2017 - A eleição de Donald Trump levou a uma relativamente inesperada reacção positiva por parte dos investidores e a um aumento da confiança dos consumidores, antecipando um maior nível de crescimento económico devido aos planos de uma política orçamental expansionista. Todavia prevalece a incerteza quanto ao que serão as políticas concretas, e há uma maior probabilidade de os cortes nos impostos conseguirem gerar mais consenso entre os Republicanos do que propriamente o plano de expansão orçamental, pelo menos a prazo. Tendo isto em conta, será certo que o aumento de confiança gerado pelas boas expectativas da presidência Trump terá o seu próprio efeito no crescimento, pelo menos na primeira metade do ano, com o período comparável de 2016 a ser bastante favorável para potenciais leituras de um crescimento mais acentuado, ainda que resultando apenas de efeitos de base. Para a globalidade do ano esperamos uma aceleração do crescimento económico em volta dos 2.3%.</p>	<p>. Proteccionismo - O seu aumento poderá repercutir-se negativamente sob o crescimento americano, sendo bastante provável que medidas concretas tenham uma resposta de retaliação por parte dos países visados.</p> <p>. Estímulo orçamental - Em contrapartida os planos de baixa de impostos e construção de infra-estruturas do Republicano poderão propiciar um maior ritmo de crescimento à economia americana, embora este cenário seja possível de contestar pela falta de folga no mercado de trabalho americano - pelo contrário, as políticas de expansão poderão ser meramente inflacionistas, sem muito efeito no crescimento económico.</p> <p>. Fed - 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>
Japão	<p>. Economia em 2017 - O FMI reviu em alta a estimativa para o crescimento em 2017 para 0.8%, mais 0.2 pontos percentuais do que o esperado em Outubro. Em 2016, a economia nipónica terá avançado 0.9%. No médio prazo a despesa pública e a política monetária serão os factores de suporte do crescimento.</p> <p>. O indicador PMI relativo ao sector das manufacturas subiu para 52.7 em Janeiro, mais 0.3 pontos do que no mês anterior, reflectindo melhorias ao nível da produção, encomendas para exportação e perspectivas de evolução da actividade nos próximos 12 meses.</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>
Zona Euro	<p>. Economia em 2017 - A recuperação económica deverá manter-se, ainda que a um ritmo mais brando do que em 2016. Os factores que suportaram a actividade económica em 2016 (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). Considerando os dados favoráveis no 4T de 2016 e os indicadores até ao momento conhecidos (PMIs e indicadores de confiança), é possível que a dinâmica de crescimento surpreenda pela positiva no início de 2017.</p> <p>. Inflação - Considerando um cenário provável de recuperação dos preços do petróleo nos mercados ao longo de 2017, a taxa de inflação deverá continuar a evoluir de forma positiva, beneficiando substancialmente dos efeitos de base na primeira metade de 2017, onde poderá ultrapassar a marca dos 2%.</p>	<p>. Desaceleração da economia mundial, particularmente na China.</p> <p>. Questões de ordem política: 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: depreciação do euro; efeitos do programa do QE.</p>

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Reino Unido	<p>. Economia em 2016 - O PIB no quarto trimestre avançou de 0.6% em cadeia, beneficiando da expansão da actividade nos serviços, sobretudo retalho e turismo. A confirmação deste dado colocará o crescimento em 2016 em 2.0%, menos 0.2 pontos percentuais do que em 2015.</p> <p>- 2017 - O FMI reviu em alta o crescimento esperado para 2017 para 1.5%, mais 0.4 pontos percentuais do que o esperado em Outubro. Este cenário, está, no entanto, condicionado pelo factor incerteza.</p>	<p>. Brexit - As perspectivas apresentam-se incertas, mas especialmente enviesados em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da UE poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.</p>
Portugal	<p>. PIB em 2016 - A economia terá abrandado em relação a 2015, registando um crescimento de cerca de 1.3% no ano passado, menos 3 décimas do que no ano anterior. O abrandamento foi particularmente sentido no primeiro semestre, devido a uma fragilidade no comércio internacional (que foi afectado por alguns factores extraordinários, como a precária situação económica em Angola e a paragem temporária de uma das refinarias de Sines), com excepção para o sector do turismo, que deverá crescer a dois dígitos novamente. A quebra do investimento foi também essencial para explicar a desaceleração, algo que se deveu a questões internas e externas de incerteza (em particular a desconfiança perante a viabilidade da solução política encontrada), mas também à utilização do investimento por parte do Governo como instrumento de consolidação orçamental, observando-se quebras superiores a 20% no investimento público.</p> <p>. Economia em 2017 - Antecipa-se aceleração moderada do crescimento, com a nossa previsão a apontar para uma expansão económica de 1.5%. Por um lado, desvaneceram-se alguns dos riscos (nomeadamente internos) que condicionavam o investimento, além de que é provável que o Executivo também aumente a formação bruta de capital fixo público, aproveitando a execução do novo programa de fundos europeus. Além disso, a eventual melhoria relativa da situação em Angola e o efeito base da exportação de combustíveis podem também levar a uma melhoria da procura externa. É de relevar também o efeito de um maior crescimento económico na Zona Euro. Por outro lado, é expectável que, apesar da continuação do aumento de rendimentos (e também do aumento do emprego), a ainda alta dívida das famílias e a baixa taxa de poupança condicionem o crescimento do consumo, pelo que é esperado que este continue moderado.</p>	<p>. Tapering pelo BCE - 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. Estima-se que as aquisições de dívida pelo BCE tenham representado mais de 60% das colocações de nova dívida pelo Estado, em 2016.</p> <p>. Investimento - 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.</p> <p>. Envolvente externa - 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.</p>
América Latina	<p>. Economias em 2016 - A região contraiu entre 0.5% e 1% em 2016, estando o mau desempenho económico relacionado com a acentuada queda da procura interna, mas também de menor robustez da procura global com impacto no preço das matérias-primas de que estes países são produtores e exportadores.</p> <p>. 2017 - Antecipa-se o retorno a cenários de crescimento. Em Janeiro, o FMI reviu o ritmo de expansão esperado para 2017 para 1.2%, menos 0.4 pontos percentuais do que o previsto em Outubro. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente.</p> <p>. Brasil - Deverá voltar a crescimento positivo, mas muito reduzido, continuando a reflectir fragilidades na evolução da actividade, na medida em que a folga produtiva do sector empresarial é ainda considerável e porque o consumo das famílias continua pressionado pelo elevado nível de desemprego. O FMI espera um crescimento de 0.2% em 2017.</p>	<p>. Fed - Possibilidade de regresso da volatilidade aos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil.</p> <p>. O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos.</p> <p>. Política monetária de suporte - Pela positiva destaca-se o início do ciclo de redução das taxas de juro de referência no Brasil, atribuindo-se alguma probabilidade que se prolongue ao longo de 2017.</p>
África Sub-sariana	<p>. Economia em 2017 - 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), de onde se espera que registem os piores desempenhos da região (ainda que positivos), o FMI prevê que o crescimento na África Sub-sariana atinja 2.8% em 2017. Ainda assim, este ritmo de crescimento mascara dinâmicas de crescimento distintas, reflectindo estruturas diferenciadas da economia dos vários países da região subsariana (exportadores vs importadores de petróleo; intensivos em recursos naturais vs não intensivos).</p> <p>. 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 que a actividade económica expanda 1.3% em 2017, após uma estagnação em 2016. Continua, contudo, a acautelar uma quantia prudente de reservas internacionais líquidas, que permitem afastar receios sobre a solvabilidade do país (no final de 2016, totalizaram USD 21.4 mil milhões).</p>	<p>. Ajustamento face à nova normal de preços de <i>commodities</i> baixos - No caso dos países exportadores e produtores de matérias-primas a actividade económica deverá ser ainda afectada pela necessidade de medidas mais restritivas ao nível fiscal.</p> <p>. China - Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas.</p> <p>. Ciclo eleitoral - Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico, num cenário de aproximação de eleições nalguns países.</p> <p>. Clima - Possibilidade de condições climáticas adversas.</p> <p>. Possibilidade de aumento da aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros.</p> <p>. Condições financeiras mundiais mais restritivas.</p> <p>. Fed - Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana.</p> <p>. Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.</p>

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

	Recomendações	Factores de Risco
Mercado Cambial	<p>. USD - Contrariamente ao ocorrido no início do ano, o dólar mostra-se mais incerto e debilitado em relação às moedas rivais. Os principais câmbios do dólar mostram presentemente um movimento de correcção em relação à tendência de apreciação anterior. O factor Trump, que inicialmente estava a dar suporte ao dólar, está agora a criar incerteza nos investidores e operadores de mercado quanto à bondade das políticas económicas para o crescimento dos EUA e do mundo, assim como fomentadoras de mais e melhor comércio. A situação pode até evoluir para confrontos comerciais com a China, Europa e México. Ao nível da política da Fed também não se esperam novidades até Março (pelo menos). Do lado do euro, dados económicos mais fortes estão a criar expectativas de final de ciclo da actual política monetária. Assim, no curto prazo, não estamos a prever o surgimento de um movimento adicional de apreciação do dólar.</p> <p>. CHF & GBP - O CHF está a beneficiar dos factores incerteza e risco que acompanham as políticas da Administração Trump. O banco central helvético parece não conseguir acompanhar (contrariar) a pressão de apreciação do franco. A GBP mostra-se mais estável enquanto não se inicia a processo de Brexit. No entanto, parece-nos que o futuro (negociações difíceis e longas) poderá trazer razões para uma moeda mais fraca.</p>	<p>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</p> <p>. Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p> <p>. 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.</p> <p>. A política da Administração Trump acarreta incerteza.</p> <p>. Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc.</p>
Mercado Monetário	<p>. BCE - As taxas directoras não se deverão alterar ao longo de 2017, pelo que atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de mercado se mantenham em terreno negativo durante o ano. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.26% no final de 2017, continuando a ser 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> <p>. Fed - Nos EUA, espera-se que a Reserva Federal prossiga com a política de normalização gradual do ciclo de taxas, podendo aumentar a taxa directora entre 50 a 75 pontos base. Neste cenário antecipa-se a permanência de um movimento de subida das taxas de juro de curto prazo nos EUA.</p>	<p>. 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 reduzido.</p> <p>. Nos EUA, o aumento do intervalo da taxa dos <i>fed funds</i>, poderá reforçar a tendência de aumento das taxas de juro de curto prazo. Nesta economia, o movimento de subida poderá ser mais acentuado, caso se verifique uma política mais agressiva por parte da Reserva Federal de forma a combater eventuais riscos de espiral inflacionista.</p>
Dívida Pública	<p>. Dívida benchmark - No primeiro mês de 2017, a evolução das <i>yields</i> do UST cotaram em torno de 2.5% e as do <i>Bund</i> com o mesmo prazo praticamente duplicaram subindo para níveis muito próximo de 0.5%, consolidando o sentimento de que este será um ano desfavorável para o mercado de taxa fixa, antecipando-se um movimento de queda dos preços dos títulos de dívida pública das principais economias. Todavia, a amplitude do movimento desenha-se incerto na medida em que permanecem incógnitas quanto à evolução da política orçamental e fiscal, sobretudo nos EUA; ou o início da redução do estímulo monetário na zona euro.</p> <p>. OTs - Em Portugal, a <i>yield</i> da OT a 10 anos atingiu um máximo não observado desde Março de 2014 (4.2%). Caso se confirme uma melhoria do ambiente económico e financeiro na zona euro, é possível o reforço da discussão em torno da remoção dos estímulos monetários pelo BCE, colocando pressão sobre custos de financiamento de Portugal, sendo por isso, possível o registo de novos máximos.</p>	<p>. Existem riscos em ambos os sentidos, embora estes possam estar ligeiramente enviesados no sentido de uma depreciação dos títulos de taxa fixa superior ao esperado. Destes destaca-se a possibilidade de que a política orçamental norte-americana adopte um cariz fortemente expansionista, favorecendo o crescimento e contribuindo para o reinflacionar da economia. Este último aspecto poderá ser o principal risco em sentido oposto, ie menor perda de valor dos títulos de dívida pública, caso a Reserva Federal opte por uma política monetária mais agressiva de forma a evitar espirais inflacionistas. Na zona euro, caso aumentam as pressões sob o BCE para retirada dos estímulos associados ao QE o movimento de queda de preços dos <i>Bunds</i> poderá acentuar-se; em sentido oposto está o calendário eleitoral europeu.</p> <p>. Nos países da periferia o risco é de agravamento mais pronunciado dos prémios de risco exigidos.</p>

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

Recomendações	Factores de Risco
<p>Dívida Diversa</p> <ul style="list-style-type: none"> . 2016 viu um aumento das emissões em cerca de 8%, num ambiente em que as baixas taxas de juro levaram os investidores numa busca por rendimentos mais elevados, fazendo assim baixar os custos de financiamento e tornando a dívida mais apetecível para muitas empresas. Em resultado disto, foi também um ano em que as <i>yields</i> desceram, também muito suportadas na Europa pelas compras de dívida empresarial do BCE. . O cenário para 2017 deverá ser de ânimos mais contidos, com menos emissões, <i>yields</i> ainda estreitas, mas com custos de financiamento das empresas a aumentar com as restantes taxas de juro. . Por agora, as emissões mantiveram-se ainda elevadas, na perspectiva de custos de financiamento mais elevados no futuro. Ao mesmo tempo, verifica-se uma tendência de menores <i>spreads</i> e maiores <i>yields</i>, consistente com um cenário <i>risk-on</i> e que ao mesmo tempo envolve um maior crescimento e subida dos juros." 	<ul style="list-style-type: none"> . Um ritmo mais acelerado do que o expectável no rumo de subida dos juros da Reserva Federal. . Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia. . Aumento dos <i>defaults</i> com maiores custos de financiamento, em particular no segmento <i>high yield</i>. . Potenciais problemas a médio prazo na dívida europeia com a redução de compra de dívida diversa por parte do BCE. . Eventuais picos de volatilidade na negociação de dívida empresarial, em especial no caso de quebras para o segmento <i>high yield</i>. . Potencial para renovado aumento dos <i>spreads</i> num cenário de desapontamento com as políticas implementadas por Donald Trump.
<p>Ações</p> <ul style="list-style-type: none"> . 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 gradual da actividade económica e as questões políticas futuras (processo de negociação do Brexit e calendário eleitoral) podem derivar 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. . 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, diminuição dos impostos sob as empresas e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais deverão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros. No entanto, a aplicação de medidas de orientação proteccionista pode limitar a valorização das bolsas americanas. 	<ul style="list-style-type: none"> . O processo de normalização da política monetária por parte da Fed pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados. Ao mesmo tempo, o sector tecnológico poderá ser negativamente afectado pelo plano económico de Trump (excepção para a biotecnologia). . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, em linha com o calendário eleitoral e o processo de negociação para a saída do Reino Unido da União Europeia. Estas questões podem aumentar a volatilidade e a aversão ao risco. . Desenvolvimentos no sector bancário europeu. . Desaceleração económica na China. . Actuação dos bancos centrais mundiais.
<p>Commodities</p> <ul style="list-style-type: none"> . A perspectiva para 2017 é de consolidação da recuperação dos preços 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, mais inflação e mais comércio. É de contar ainda com a correcção da oferta sentida nalguns produtos, nomeadamente no mercado da energia. . Na energia, nomeadamente no petróleo, preços mais suportados foram alcançados com o acordo efectuado entre a OPEP e países não OPEP com vista à redução da produção diária. 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). . O aumento 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 ao nível de operações de carácter mais especulativo. . Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida dos preços. 	<ul style="list-style-type: none"> . O maior ou menor impulso económico nos EUA e a situação económica da China, num processo de grande transformação, são de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dado o seu importante papel como produtores e consumidores. . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços. . No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.

BREXIT SIGNIFICA BREXIT

□ **“Brexit means Brexit”**. Se dúvidas houvesse acerca da concretização da escolha popular em referendo, a primeira-ministra Theresa May foi bem convicta no caminho que o Reino Unido terá de percorrer para sair formalmente da União Europeia. Depois das dúvidas e incertezas iniciais, a PM britânica foi clara nas intenções – abandonar o mercado único, retomar o controlo das fronteiras e das leis, assegurando que o Reino Unido consegue prosperar de forma totalmente autónoma, sem cortar os laços históricos com a Europa. “A Global Britain” para já é retórica mas pretende ser uma realidade daqui a alguns anos. As negociações deverão ser difíceis (Theresa May não pactua com tudo o que possa parecer punição, mas a posição da UE não deverá ser muito conciliadora face a este desafio) e será uma ilusão querer escolher as melhores partes do projecto europeu, embora o desejo do Reino Unido seja alcançar acordos e parcerias estratégicas que permitam o maior acesso possível ao mercado europeu. Entretanto, o Supremo Tribunal deliberou que o governo terá de consultar o Parlamento e este terá de se pronunciar quanto ao pedido formal de saída da União Europeia, contemplado no artigo 50 do Tratado de Lisboa, de forma a que se dê início às negociações do Brexit.

De facto, no dia 24 de Janeiro, o Supremo indicou que o resultado do referendo (52% da população votou pelo Brexit) tem de ser validado pelo Parlamento, dando ao governo poder para accionar o artigo 50 até final de Março. O tribunal considerou que a saída da União Europeia representa uma mudança fundamental para o país, pois rompe com uma das principais fontes de legislação britânica, bem como introduz mudanças substanciais nos direitos legais dos cidadãos britânicos devendo ser, por isso, debatidas no Parlamento. Com o Brexit a votação, acredita-se que ninguém quer ficar com o ónus de não aprovar uma decisão sufragada pela população, embora possam vir a ser levantadas questões ao nível das restantes nações. Segundo os juízes, os parlamentos da Escócia, Irlanda do Norte e País de Gales não serão chamados a votar neste processo, causando algum desconforto interno e fazendo ressuscitar a questão separatista.

Após a decisão do Supremo, a PM Theresa May garantiu que se mantém o calendário de saída e o artigo 50 será activado antes do final de Março, como previsto. No seu discurso anterior, Theresa May já tinha garantido que o acordo final conseguido com a União Europeia (no final dos próximos dois anos) será votado pelos deputados.

Desde o início sempre foi conhecido que as duas principais prioridades são o controlo dos imigrantes oriundos da União Europeia e retirar a jurisdição europeia da justiça britânica, objectivos incompatíveis com o mercado único. De facto, pertencer ao mercado único implica aceitar a liberdade de movimento de bens, serviços, capitais e pessoas e todo o conjunto de regras e leis que os definem. A PM britânica pretende concretizar novos acordos comerciais vantajosos tanto com países da UE como de outros blocos económicos e conseguir que a City londrina mantenha a sua autonomia e continue a ser o principal centro financeiro do mundo. Mas não se acredita que tudo serão facilidades. A União Europeia irá sempre considerar o Reino Unido a parte mais fraca e não facilitará no processo de divórcio. E no que respeita à City, acredita-se que perderá de imediato o princípio de “*passporting*”, que permite o acesso ao mercado único sem restrições.

A intenção das autoridades é de que o processo de negociação entre Londres e Bruxelas seja o mais transparente possível para empresários, funcionários públicos e cidadãos, com a PM a garantir que a legislação europeia seja expurgada da lei britânica. A repatriação de poderes está a ser encarada como um factor unificador entre Inglaterra, Escócia, Gales e Irlanda do Norte, pois cada uma das nações pode vir a ganhar mais responsabilidade. Por outro lado, vão acabar as contribuições líquidas para a UE, que foram sempre um dos principais temas de clivagem com as instituições europeias. Também ao nível dos trabalhadores, o Reino Unido quer ser reconhecido como um país que protege e garante os seus direitos.

Evolução do EUR/GBP

(x libras por euro)



Fonte: Reuters

Evolução do índice bolsista Footsie 100

(pontos)



Fonte: Reuters

TEMAS EM DESTAQUE

BREXIT SIGNIFICA BREXIT (cont.)

Como analisaram os mercados o discurso de Theresa May, sabendo-se que a decisão inicial de Brexit trouxe turbulência e tanto os activos expressos em libras, assim como a própria moeda, sofreram movimentos de depreciação?

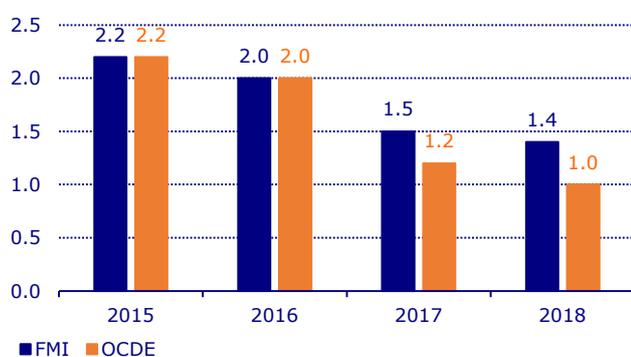
Encararam de forma mais positiva o que foi dito, comparativamente a expectativas iniciais mais negativas. A libra acabou mesmo por se valorizar e o índice bolsista Footsie 100 apenas registou uma ligeira correcção perante níveis máximos. Houve, de facto, mais clareza, e um caminho por etapas definido. Assim, o Brexit terá de percorrer os seguintes passos: depois do Supremo Tribunal se ter pronunciado, o governo só accionará o artigo 50º do Tratado de Lisboa depois do Parlamento dar a sua autorização; se a votação for favorável (como se espera), no final de Março o Conselho Europeu será notificado acerca da intenção britânica de sair da UE e será accionado o artigo 50º; até final de Setembro de 2018 serão definidos os termos da saída após as negociações; Theresa May apresentará no Parlamento britânico o acordo final para aprovação, devendo ser ratificado formalmente pelos estados-membros da União até Maio de 2019. Por outro lado, o discurso foi positivo e virado para o futuro, havendo um projecto concreto: uma visão liberal de uma economia aberta, autónoma e livre das regras algo proteccionistas e limitadoras da União (de acordo com a interpretação de Theresa May).

De facto, pretende-se um novo modelo económico suportado por um mercado mais livre, com regras mais claras e simples, com uma carga fiscal menor para as empresas e atractivo ao investimento. Na equação, a economia terá de se tornar mais dinâmica e competitiva comparativamente aos restantes países europeus e mesmo face à globalidade do mundo. Contudo, não parece que tudo isto seja possível se as relações comerciais bilaterais forem piores que o mercado único (que serão, sem dúvida), pois os países membros da UE não vão facilitar o acesso aos mercados de determinadas indústrias e serviços. O proteccionismo pode ser uma das armas que os restantes estados-membros podem usar em relação a alguém que se põe à margem. E há sectores onde isso poderá ser mais visível: indústria automóvel, sector financeiro, etc.. O "fiel da balança" poderá ser a Organização Mundial de Comércio, que não permitirá medidas discriminatórias, com base nos acordos existentes à volta do mundo e em relação a determinadas indústrias.

Mas o Brexit trará custos significativos. Para além de alguns produtos e serviços se poderem tornar mais caros, existem empresas que pretendem abandonar o Reino Unido, já que vão desaparecer as vantagens do mercado único. Com efeito, instituições internacionais cuja sede europeia é em Londres arriscam a perder privilégios (fiscais, logísticos, etc.) que lhes permitem fazer negócios nos 28 países da UE, estando à procura de alternativas para algumas das suas actividades em Frankfurt, Paris e Dublin. Ao nível da City e da banca, bancos de referência como a Goldman Sachs e o HSBC já anunciaram a deslocação de serviços (principais departamentos, sobretudo ligados aos mercados financeiros) e funcionários para Frankfurt e Paris, respectivamente. Recorde-se que a City já era a principal praça financeira do mundo antes da existência da União Europeia; no entanto, tem muito a perder com o Brexit. Embora esteja a ser encarada como uma questão independente, a City é actualmente dominada por bancos americanos que aproveitam o "passporting" para terem acesso ao vasto mercado europeu. A principal actividade ainda está relacionada com o mercado cambial, nomeadamente é o centro das transacções do euro – diariamente são efectuadas transacções no valor global de 2 biliões de dólares – que pode agora ser repartida por vários centros financeiros (Dublin, Frankfurt, Paris, etc.). E a saída do negócio do euro poderá arrastar outras actividades financeiras. O BCE e as autoridades vão estar atentos à actividade de *clearing* do euro fora do espaço da Zona Euro, pois não é possível segundo as regras. Assim, os principais serviços financeiros dos bancos têm mesmo de abandonar a City se quiserem manter a actividade no euro.

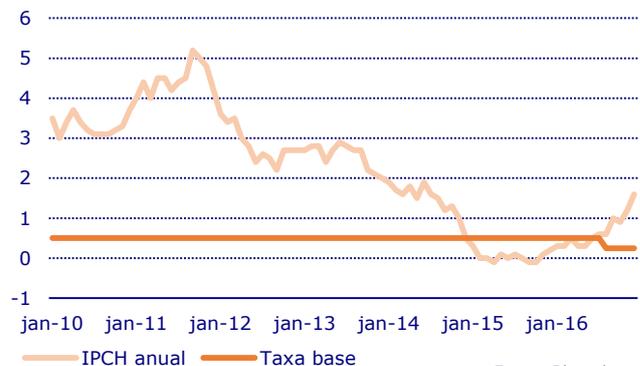
Evolução prevista do PIB

(tva%)



Evolução da inflação e da taxa base

(%)



Fonte: Bloomberg

A nível da actividade económica, pode acontecer uma importante diminuição, assim como há que contar ainda com um período de tempo considerável de mudanças consideradas fundamentais (novos acordos, novas leis e regras, novas políticas e práticas

BREXIT SIGNIFICA BREXIT (cont.)

comerciais, nova logística, etc.). A maioria dos cenários está a prever uma diminuição do crescimento do PIB nos próximos anos. Também há que contar com o facto de uma descida da fiscalidade para as empresas, que se pretende implementar, poder fazer diminuir significativamente as receitas do reino (estudos apontam para cerca de 120 mil milhões de libras).

Receitas totais de impostos e contribuições sociais

(% do PIB)

	2000	2005	2010	2015
UE-28	-	38.7	38.4	40.0
EMU-19	40.8	39.5	39.2	41.4
Bélgica	46.1	45.6	45.5	47.5
Dinamarca	48.6	49.4	46.3	47.6
Alemanha	41.5	38.5	38.2	40.0
Irlanda	32.0	31.3	28.5	24.4
Grécia	34.9	33.5	34.2	39.6
Espanha	34.1	35.9	32.1	34.6
França	44.6	44.5	44.1	47.9
Itália	40.2	39.2	41.7	43.5
Holanda	38.1	36.1	36.7	38.2
Áustria	43.9	42.4	42.1	44.4
Polónia	33.8	33.8	32.3	33.3
Portugal	33.6	34.2	33.7	37.0
Finlândia	46.0	42.3	40.9	44.1
Suécia	49.7	47.5	44.1	44.2
Reino Unido	34.5	34.6	35.2	34.9
Noruega	41.9	42.6	42.0	38.8
Suíça	27.5	26.7	26.7	28.1

Fonte: Eurostat

Total de impostos sobre o rendimento e lucro das empresas (inclui holdings), 2015

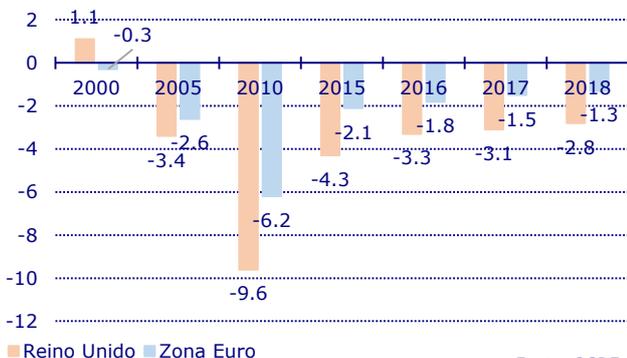
	Total (milhões de euros)	% das receitas totais	% do PIB
UE-28	363,990	6.2	2.5
EMU-19	258,688	6.0	2.5
Bélgica	13,817	7.1	3.4
Dinamarca	7,117	5.5	2.6
Alemanha	71,664	5.9	2.4
Irlanda	6,939	11.1	2.7
Grécia	3,800	5.5	2.2
Espanha	25,945	7.0	2.4
França	57,699	5.5	2.6
Itália	33,466	4.7	2.0
Holanda	18,430	7.1	2.7
Áustria	7,939	5.3	2.3
Polónia	7,912	5.5	1.8
Portugal	5,614	8.4	3.1
Finlândia	4,547	4.9	2.2
Suécia	13,267	6.7	3.0
Reino Unido	63,853	7.1	2.5
Noruega	16,897	12.5	4.9
Suíça	17,480	10.3	2.9

Fonte: Eurostat

Na comparação com outros países da União Europeia, conclui-se que o Reino Unido faz parte do grupo de países com menor carga fiscal. No entanto, ao nível das empresas, a Alemanha, a Itália, a Grécia, a França, a Áustria e a Finlândia têm regimes potencialmente mais favoráveis, já que o peso relativo dos impostos sobre as empresas em percentagem do total das receitas ou em percentagem do PIB é menor. A fiscalidade é um dos instrumentos que o governo britânico pretende usar como factor de competitividade em relação aos outros países à escala mundial.

Déficit Público (critério de Maastricht)

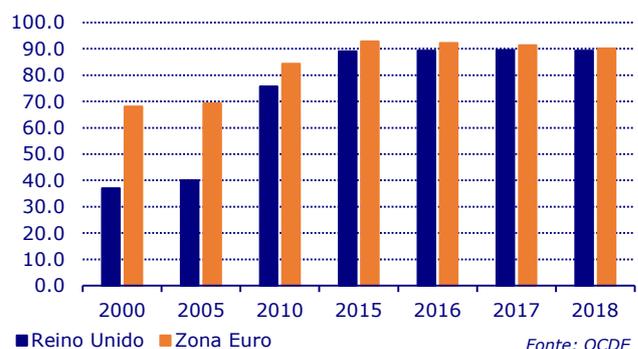
(% do PIB)



Fonte: OCDE

Dívida Pública (critério de Maastricht)

(% do PIB)



Fonte: OCDE

TEMAS EM DESTAQUE

BREXIT SIGNIFICA BREXIT (cont.)

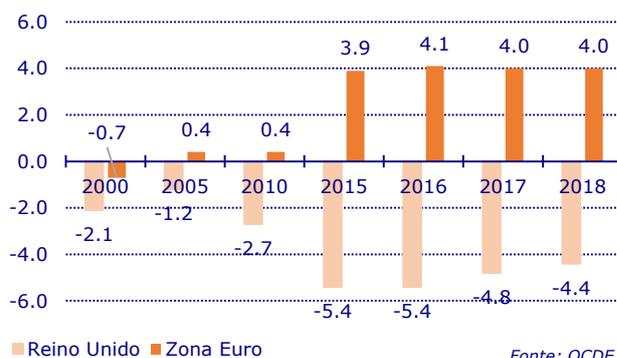
Ao nível da mão-de-obra, sabe-se que estão 3 milhões de cidadãos da UE no Reino Unido e 1.2 milhões de britânicos espalhados pela UE, que devem colocar questões bastante pertinentes ao nível da sua situação pós-Brexit.

No conjunto de riscos e desafios para as autoridades britânicas, nomeadamente para o próprio banco central, encontra-se a possibilidade de a inflação formar uma tendência ascendente no contexto de menor crescimento. Um desequilíbrio a que se pode juntar uma moeda muito mais fraca (tem a vantagem de tornar os produtos mais competitivos mas acentua a inflação). Existe igualmente receio que o Brexit agrave e fomente um menor controlo financeiro. E aqui existem duas questões a monitorar: a evolução da dívida e do défice público (que se encontram fora das referências de Maastricht, embora seja visível uma melhoria); a situação de uma balança corrente sistematicamente deficitária, que se poderá agravar com movimentos de mercadorias e capitais mais dificultados.

Julgamos que o processo será longo e as suas consequências totais são ainda de difícil enumeração e contabilização, já que é a primeira vez que um país abandona o projecto de união europeia, sendo o Reino Unido uma das economias mais importantes da região. O discurso optimista e os objectivos considerados por Theresa May podem posteriormente esbarrar numa realidade mais dura e complexa, encontrando-se o caminho a percorrer cheio de incerteza.

Saldo da Balança Corrente

(% do PIB)



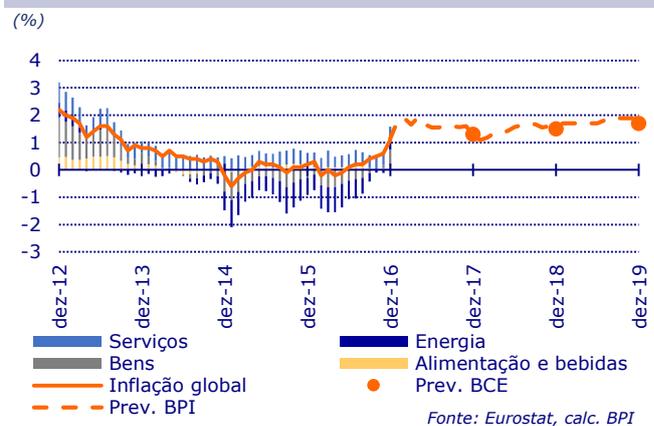
O BCE E OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO DE PORTUGAL

□ A discussão em torno da retirada dos estímulos monetários na zona euro deverá acentuar-se ao longo do ano, dependendo da robustez da economia e do comportamento da inflação. Esta última deverá acelerar de forma considerável na primeira metade do ano reforçando a adopção de posturas mais agressivas por parte dos membros do comité de política monetária do BCE menos favoráveis ao prolongamento deste tipo de estímulos. Em tal cenário, a pressão sobre os custos de financiamento nos países com maiores níveis de endividamento tenderá a agravar-se.

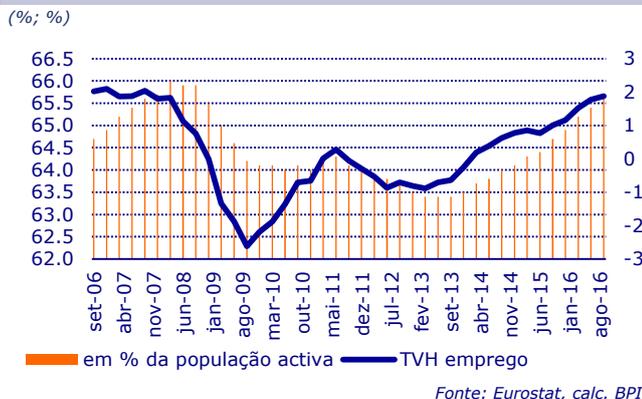
Sabine Lautenschläger, membro da comissão executiva do BCE, afirmou recentemente que as pré-condições para uma subida estável da taxa de inflação existem na zona euro, estando, por isso, optimista quanto à possibilidade de, em breve, o BCE considerar a estratégia de saída do programa de compra de activos. Uns dias antes, Mario Draghi, Presidente do BCE, após a reunião de política monetária de Janeiro afirmou que, para que o BCE considere que estão reunidas as condições de subida dos preços de forma sustentada, o aumento da inflação deverá ser sustentável em todos os países da zona euro e não apenas em alguns e que a tendência de subida de preços deverá ser evidente nas diversas classes de bens que constituem o índice harmonizado de preços no consumidor na zona euro.

A divergência no teor das declarações referidas evidencia o potencial aumento das tensões entre os membros do Banco Central Europeu, antecipando-se um eventual agravamento das mesmas nos meses mais próximos. Esta perspectiva assenta no facto de a economia estar a apresentar maior resiliência do que o esperado e por ser previsível uma aceleração mais acentuada do ritmo dos preços nos primeiros meses do ano, reflectindo o aumento do preço do petróleo (o FMI estima que em 2017, o preço desta *commodity* estará, em termos médios, cerca de 20% acima do nível de 2016). Com efeito, a média das previsões dos economistas publicadas pela Bloomberg aponta para que a inflação se situe próximo de 2% nos três primeiros trimestres de 2017, níveis idênticos aos previstos pelo BPI, ou seja consideravelmente acima dos níveis observados ao longo de 2016. Contudo, as previsões do BCE para o triénio 2017-19 indicam que o ritmo de crescimento dos preços manter-se-á moderado; e as expectativas para a evolução da inflação subjacente, que exclui o comportamento dos preços dos bens mais voláteis, nomeadamente os energéticos, apontam para que esta se mantenha abaixo de 1.5% ao longo do ano, evidenciando ainda a debilidade dos factores que tipicamente causam efeitos de segunda ordem nos preços, nomeadamente a evolução dos salários em praticamente todos os países do euro. Excepção, provavelmente para a Alemanha, onde em 2017 foram negociados aumentos salariais de 2.4% no sector público, sendo que o ponto de partida para as negociações para 2018 começa em 6% (o mesmo ponto de partida das negociações salariais para este ano), factor potencialmente gerador de efeitos de segunda ordem no comportamento da taxa de inflação naquele país.

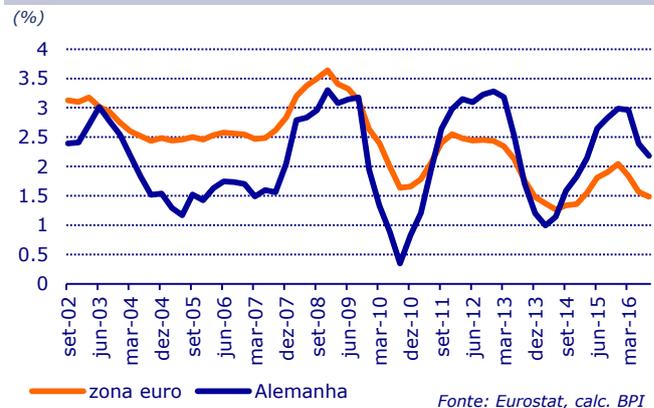
Taxa de inflação na zona euro, contributos e previsões



Evolução do emprego na zona euro



Variação média anual dos salários



Para além do aumento dos preços dos bens energéticos, também a permanência da moeda única mais fraca ou eventuais movimentos de depreciação, tenderão a pressionar em alta os preços dos bens importados, favorecendo a aceleração da inflação. Em tal cenário, os membros do BCE menos favoráveis ao arrastamento das medidas de política monetária

TEMAS EM DESTAQUE

O BCE E OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO DE PORTUGAL (cont.)

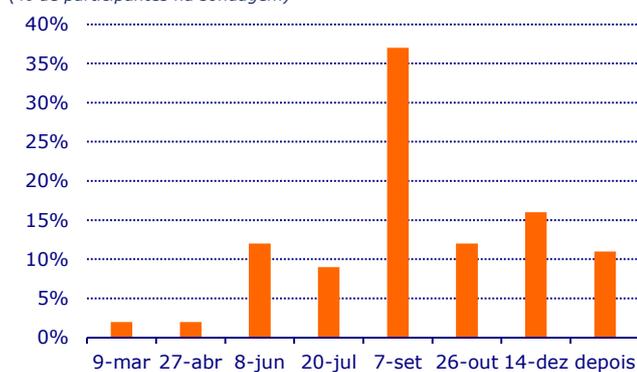
não convencionais poderão exercer maior pressão no sentido da sua retirada ou diminuição. A consolidação dos sinais de resiliência do crescimento na zona euro servirá também para reforçar a discussão em torno da necessidade de redução dos estímulos monetários.

Para além de uma postura mais prudente quanto ao comportamento dos preços, sobretudo no que respeita à evidência da existência de sinais claros de que a subida de preços abrange um leque alargado de bens e serviços, também factores relacionados com o calendário político na zona euro apontam para que o BCE prefira manter inalterada a sua política, pelo menos até Setembro, na medida em que alguns destes eventos poderão gerar comportamentos mais cautelosos por parte dos investidores, criando situações de tensão em alguns dos activos com maior risco. Deste calendário, destacam-se eleições gerais em Março na Holanda, presidenciais e legislativas em Maio e Junho, respectivamente, em França e, finalmente federais em Setembro na Alemanha.

Os factores acima referidos estão patentes nas expectativas dos analistas financeiros que participam nos inquéritos realizados pela Bloomberg. De facto, no inquérito de Janeiro, a maioria dos analistas espera que o BCE anuncie alterações aos instrumentos de política monetária na reunião de Setembro, antecipando também a maioria dos participantes que o BCE decidirá reduzir o montante das compras mensais ao abrigo do Programa de Compra de Activos, possivelmente a partir de Setembro de 2017, atribuindo maior probabilidade a que o programa termine em Outubro de 2018.

Probabilidade atribuída ao anúncio de alterações na política monetária em 2017 ou posteriormente

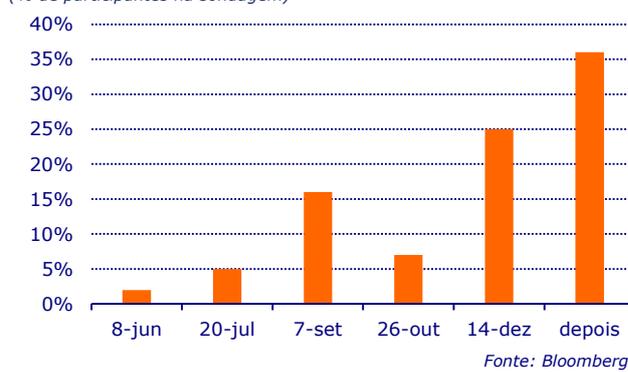
(% de participantes na sondagem)



Fonte: Bloomberg

Probabilidade atribuída ao início das alterações na política monetária em 2017 ou posteriormente

(% de participantes na sondagem)



Fonte: Bloomberg

Decisão a anunciar na revisão do programa de compra de activos

(% de participantes na sondagem)



Fonte: Bloomberg

Consequências para Portugal

Este cenário de maior expectativa de que estaremos em contagem decrescente para o início da retirada dos estímulos monetários, tem vindo reflectir-se no aumento das *yields* dos países da periferia e, muito provavelmente, tenderá a alimentar as preocupações dos investidores quanto à sustentabilidade da dívida pública nestes países. Entre estes, encontra-se Portugal, cujo rácio de dívida pública em percentagem do PIB se encontra entre os mais elevados da zona euro. Adicionalmente, o receio de redução do montante de dívida disponível elegível para participar no programa do BCE e a avaliação do risco por parte da DBRS em Abril serão factores que poderão pressionar em alta as *yields* da dívida pública portuguesa. Contudo, na ausência de factores potencialmente disruptores, esta pressão poderá revelar-se relativamente contida, sobretudo se os dados do crescimento económico confirmarem alguma robustez e a execução orçamental evoluir em linha com os objectivos.

O BCE E OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO DE PORTUGAL (cont.)

Até Dezembro, o BCE comprou 24.6 mil milhões de euros (mme) de dívida pública portuguesa, ou seja cerca de 2/3 do limite de 33% constituído pelo BCE. Mas considerando o programa de financiamento para 2017 – Portugal espera emitir 15 mme de dívida de médio e longo prazo, dos quais 3 mme já o foram – verifica-se que durante 2017, Portugal ainda disporá de aproximadamente 30-40% de dívida elegível disponível para participar no programa, dependendo do montante de títulos elegíveis que o BCE ainda detém ao abrigo do anterior programa SMP. **Admitindo que o BCE detém, ao abrigo daquele programa, 4 mme de dívida pública elegível e considerando a estimativa para a emissão de dívida de médio e longo prazo, é razoável considerar que ao longo de 2017 Portugal disporá de praticamente 12 mme para serem adquiridos pelo banco central.** Este montante permitirá ao BCE manter o montante mensal das compras muito próximo da média das compras desde o início do programa. Todavia, parece mais razoável considerar que as aquisições mensais sejam reduzidas para níveis mais próximos dos de Dezembro, ie 0.7 mil milhões de euros, de forma a não esgotar o montante de dívida elegível antes do final do programa, ou ter que reduzir o montante das compras de forma muito abrupta em 2018, quando se espera o início do *tapering*. Com efeito, se o BCE optasse por comprar em 2017 um montante equivalente às emissões de OT's previstas, muito possivelmente teria de reduzir de forma mais acentuada o montante de compras em 2018, pois nessa altura a dívida portuguesa elegível estaria praticamente limitada a 1/3 das novas emissões, o que provavelmente se reflectiria numa subida mais acentuada das *yields* da dívida portuguesa. **Por isso consideramos mais provável que ao longo de 2017, o montante médio mensal das compras de dívida pelo BCE se situe próximo de 0.7 mme.**

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 emissões de Ots planeadas em 2017 ¹⁾
Dívida elegível	110.1	122.1
Limites das compras do BCE		
33% da dívida elegível	36.3	40.3
Capital key rebaseada (2.5%)	43.7	43.7
Dívida pública portuguesa no balanço do BCE		
Compras ao abrigo do PPSP	24.6	24.6
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
Montante disponível para o PPSP	7.7	11.7
Termo da disponibilidade de títulos elegíveis para participação nop PPSP		
Se compras idênticas às de Dezembro	0.7 nov-17	mai-18
Se compras idênticas à media mensal desde o início do programa	1.1 jul-17	nov-17

Fonte: Banco de Portugal, Bloomberg, BCE, IGCP, calc. BPI.

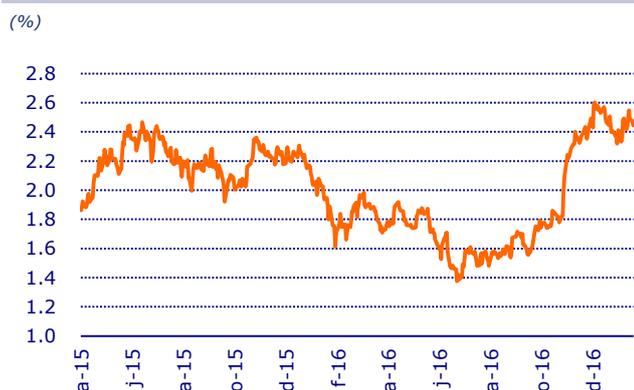
Nota: ¹⁾ montante de Ots considerada na apresentação a investidores de Janeiro 2017 do IGCP: 15 mme, dos quais 3 já foram emitidos e faz parte do montante actualmente elegível.

TEMAS EM DESTAQUE

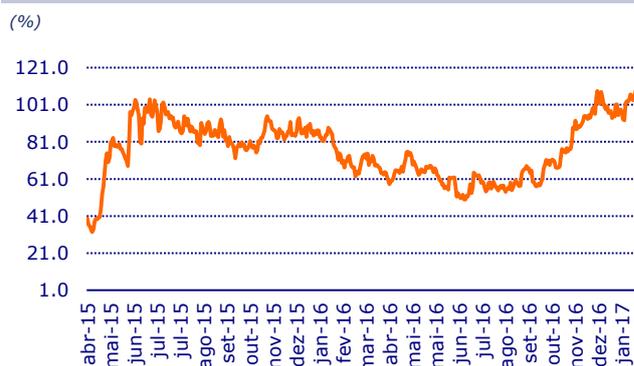
EVOLUÇÃO DO BALANÇO DA FED COM IMPACTO NAS YIELDS DA TAXA FIXA NORTE-AMERICANA

□ **As yields dos Treasuries a 10 anos encontram-se próximas dos níveis máximos observados desde Setembro de 2014, reflectindo factores de ordem económica que apontam para a diminuição da folga produtiva e aceleração da taxa de inflação para níveis em torno de 2%, com impacto na remoção/redução do grau acomodatório da política monetária, antecipando-se que este movimento se mantenha no curto/médio prazo.**

No início de Fevereiro, a *yield* do UST a 10 anos situava-se em 2.51%, estimando os analistas que participam nos inquéritos da Bloomberg que no final do primeiro trimestre esta se situe num nível idêntico, subindo para 2.62% no segundo trimestre, 2.71% no terceiro, 2.82% no quarto e 2.88% no primeiro trimestre de 2018.

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

Fonte: Reuters

Inclinação da curva de rendimentos*

Fonte: Bloomberg

*Diferencial entre as yields dos títulos a 10 e 3 anos

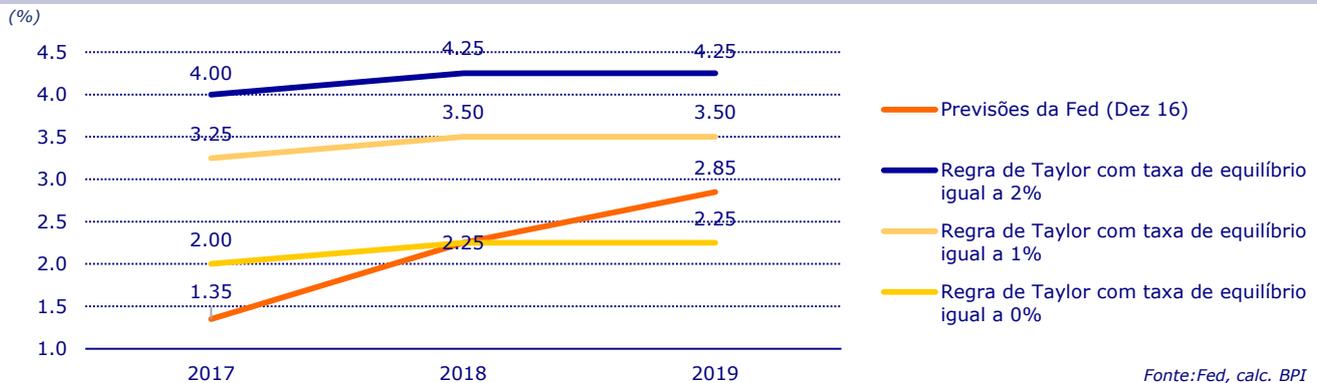
Ao longo deste ano é possível que a atenção dos investidores relativamente aos sinais de remoção de estímulos monetários aumente, nomeadamente no que respeita à normalização do nível da taxa de juros dos *fed-funds*, mas também às indicações que poderão surgir quanto à gestão que a Reserva Federal fará do seu balanço, com impacto na evolução das *yields* dos títulos de dívida pública. Relembra-se que as minutas da Reserva Federal referem há já algum tempo que a política de reinvestimento dos activos adquiridos ao abrigo dos programas de *quantitative easing* (QE) manter-se-á até que a taxa de juro dos *fed-funds* se encontre num nível normalizado, ie, possivelmente próximo do nível de equilíbrio de longo prazo calculado a partir da regra de Taylor.

Neste capítulo será importante referir que numa intervenção sobre o cenário macroeconómico e política monetária em meados de Janeiro, Janet Yellen Presidente da Reserva Federal, apresentou cálculos deste banco central para a estimação do nível adequado para a taxa dos *fed-funds* no período 2017-19, tendo por base três cenários para o que pode ser considerado o nível de equilíbrio de longo prazo desta taxa, ie, aquele nível que não é nem expansionista nem contraccionista. Os cálculos são realizados recorrendo à aplicação da regra de Taylor, admitindo o primeiro cenário que o nível de equilíbrio da taxa de juro dos *fed-funds* é igual a 2%, aproximadamente o valor médio da *key-rate* antes da crise financeira, apresentando resultados entre 4-4.25% para a taxa dos *fed-funds* entre 2017 e 2019; num segundo cenário, a taxa de equilíbrio considerada é igual a 1%, sendo que os resultados obtidos no mesmo período se situam entre 3.25-3.5%. No último cenário admite-se que a taxa de equilíbrio de longo prazo é igual a zero, colocando os níveis da taxa se referência entre 2-2.5% entre 2017-19. **Estes resultados comparam com os pontos médios das previsões da Reserva Federal publicadas em Dezembro de 2016 que se situam entre 1.35-2.85% (ver gráfico seguinte), no mesmo período, ou seja muito próximo do cenário que considera que a taxa de juro de equilíbrio no longo prazo é igual ou muito próxima de zero, evidenciando a percepção da permanência de desequilíbrios que limitam a capacidade de crescimento económico apesar do considerável grau de acomodação da política monetária.** Este facto poderá gerar expectativas de que poderemos estar próximo do momento em que a Fed considera que a taxa de referência se encontra num nível adequado, podendo em breve iniciar a redução do balanço, pelo não reinvestimento dos títulos entretanto vencidos. Contudo, este é um cenário sujeito a alguma incerteza, o que parece patente na afirmação de Janet Yellen de que os resultados obtidos são indicativos da dificuldade actual na estimação do nível de equilíbrio de longo prazo da taxa de juro directora. O actual ponto médio do intervalo da taxa dos *fed-funds* está em 0.625%.

Reforçando as preocupações em torno da evolução do balanço da Fed está também o surgimento da discussão em torno de uma possível redução/finalização do *rollover* da dívida comprada ao abrigo do QE. Entre estes destaca-se a sinalização por parte de Janet Yellen, na intervenção acima referida, da necessidade de o Comité de Política Monetária considerar a redução das pressões existentes sobre as *yields* para que estas se mantenham em níveis reduzidos por via da política monetária, ainda que o processo deva ocorrer, segundo palavras suas, de forma "passiva".

EVOLUÇÃO DO BALANÇO DA FED COM IMPACTO NAS YIELDS DA TAXA FIXA NORTE-AMERICANA (cont.)

Taxa dos *fed-funds* - Perspectivas de evolução

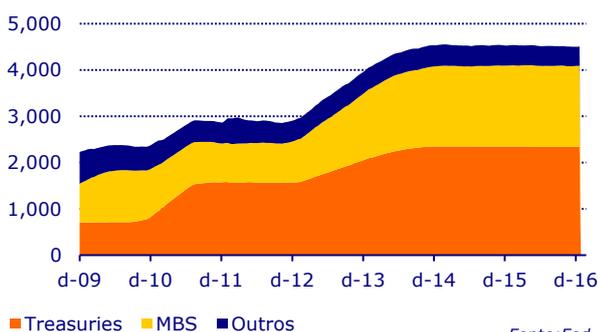


No mesmo documento é feita referência a um modelo¹ que aponta que a pressão para que as *yields* se mantenham em níveis reduzidos diminua à medida que a maturidade média da carteira se reduz e se aproxima o período de reinvestimento dos títulos em carteira que entretanto atingem a maturidade, estimando que ao longo de 2017, num ambiente *ceteris paribus*, este movimento se reflecta num aumento da *yield* dos *Treasuries* a 10 anos na ordem dos 15 pontos base. **O mesmo estudo refere que esta alteração de 15 pontos base na *yield* dos títulos de longo prazo é historicamente semelhante ao movimento que acompanha a decisão de dois aumentos de 25 pontos base na taxa dos *fed funds*, em linha com expectativa de que o processo de normalização do nível das taxas de juro norte-americanas será gradual ao longo de 2017.**

Desde finais de 2014, altura em que terminou o programa de compra de activos de longo prazo, o balanço da Reserva Federal tem-se mantido estável. Face ao pico, observado em Janeiro de 2015, o balanço da Reserva Federal apenas diminuiu 1.3% - principalmente por via da diminuição do montante em carteira de *mortgage-backed securitis* (MBS) em 1.2%, enquanto que a carteira de dívida pública se manteve praticamente estável, reduzindo apenas 0.2% - dando suporte à importância da política monetária acomodatória no comportamento das *yields* dos títulos longos. Note-se que os MBS representam cerca de 39% do total do activo da Fed e os títulos de dívida pública 52%.

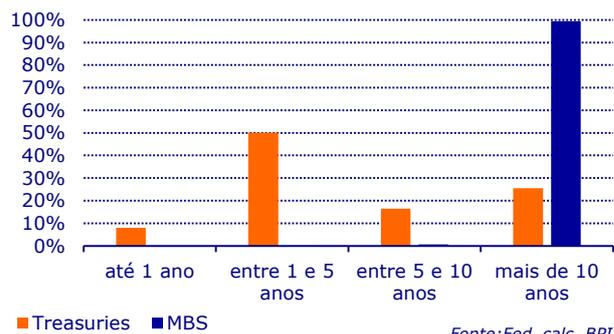
Dívida pública dos EUA e MBS dominam o balanço da Fed

(USD mil milhões)



Maturidade dos activos de longo prazo detidos pela Fed

(% do total)



Futuramente, será razoável admitir que a implementação de um processo de diminuição "passiva" do montante de dívida de longo prazo no balanço da Reserva Federal tenderá a reflectir-se num movimento de redução gradual do seu activo. Pese embora as dúvidas quanto ao significado de uma redução "passiva" do montante de dívida de longo prazo no balanço da Reserva Federal, é razoável admitir que a subida das *yields* dos títulos a taxa fixa poderá ser mais acentuada no curto/médio prazo, na medida em que 58% dos títulos de dívida pública na carteira da Fed atingem a maturidade nos próximos cinco anos. Também os resultados apresentados para estimação do nível de equilíbrio de longo prazo da taxa dos *fed-funds* dão suporte à possibilidade de que ao longo do ano se assista ao aumento da atenção à evolução do balanço da Fed, na medida em que se a taxa directora de equilíbrio se situa próximo de zero, então será razoável esperar que em breve o banco central comece a reduzir o montante dos reinvestimentos da dívida vencida em novos títulos de dívida pública, contribuindo para a redução do preços títulos e consequente subida das *yields*.

¹Baseado em estimativas usando um modelo de estrutura de prazos desenvolvido por Li e Wei (2013) e os procedimentos discutidos por Ihrig e outros (2012) e desenvolvido por Engen, Laubach e Reifschneider (2015).

TEMAS EM DESTAQUE

BRASIL – CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA MITIGAM RISCOS ASSOCIADOS

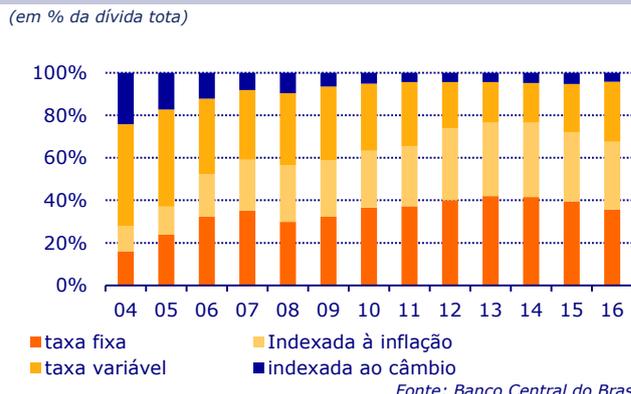
Recentemente, a Moodys confirmou a classificação do risco do Brasil – Ba2 Negativo – reflectindo a permanência de fragilidades que contribuem para a perspectiva de que a consolidação orçamental é um processo sujeito a alguns riscos, mas afirma também a existência de factores que mitigam os riscos associados ao forte incremento do nível de dívida pública.

Em Dezembro de 2016, o défice orçamental representava 8.9% do PIB e o défice primário 2.5%, sendo expectável, segundo a Moodys, que em 2017, os défices primário e global se mantenham próximo destes níveis, o que se traduzirá na manutenção da tendência de aumento do rácio de dívida pública face ao PIB. A Moodys estima que este indicador se situe em 73% em 2016, cerca de 17 pontos percentuais (p.p.) acima do nível observado no final de 2014 e que aumente para 78% em 2017. Pese embora esta trajectória de acentuada deterioração do endividamento público no Brasil, a Moodys refere que as características da dívida pública brasileira mitigam os riscos associados ao aumento da dívida, os quais em grande parte se relacionam com o facto da dívida pública ser maioritariamente emitida em reais, por ser detida por um leque alargado de investidores, sobretudo domésticos, e porque uma parte considerável da dívida emitida tem como finalidade ser usada pelo Banco Central para realização de operações no mercado monetário. Com efeito, a Moodys refere que 18 p.p. do rácio de dívida pública (70% do PIB em 2016) é dívida emitida para utilização exclusiva do banco central em operações de mercado monetário, sobretudo através de operações de recompra (repos). Refere também que a elevada acumulação de reservas desde 2009 direccionou as operações de mercado aberto sobretudo para operações de absorção de liquidez e esterilização do impacto das entradas de capital e acumulação de capital, implicando um aumento da emissão de dívida para fins de política monetária. Assim, é razoável considerar que 18% da dívida pública emitida não está relacionada com a deterioração da situação orçamental, mas sim com decisões de política monetária¹.

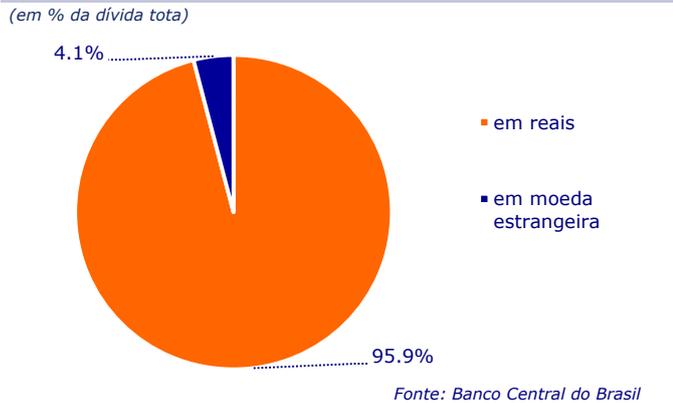
Do total de dívida emitida 4.1% é em moeda estrangeira, sendo a restante maioritariamente detida por investidores domésticos, dos quais se destacam Fundos de Pensões (25%), Instituições Financeiras (23%) e Fundos de Investimento (22%). Os não residentes apenas detêm 15% da dívida. O facto de a dívida pública brasileira ser maioritariamente emitida a taxa fixa e da sua vida média ser relativamente elevada (6.38 anos) reduz também os riscos associados ao esperado aumento do rácio de dívida pública no biénio 2017-18. Em Dezembro de 2016, 28.2% da dívida emitida era a taxa variável, 35.7% a taxa fixa e 31.8% estava indexada à taxa de inflação.

Entretanto, no que concerne à política monetária é de referir que o banco central decidiu, na reunião de Janeiro, reduzir a taxa Selic em 75 pontos base (p.b.), colocando-a em 13%, deixando em aberto a possibilidade de novos cortes de amplitude semelhante. Esta decisão reflecte a fragilidade da economia no quarto trimestre – contrariando as expectativas de inversão do cenário de contracção – e a forte correcção observada no comportamento dos preços no consumidor. De facto, a taxa de inflação terminou o ano em 6.3%, consideravelmente abaixo dos 10.3% observados no final de 2015; sendo que as expectativas são de que se aproxime de níveis próximos do objectivo do banco central (4.5%).

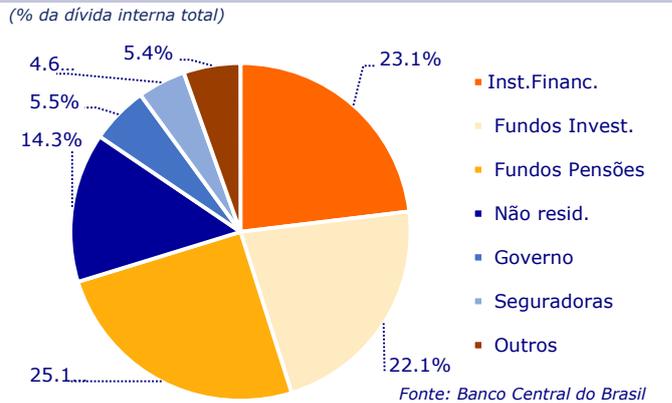
Distribuição da dívida por indexante



Denominação da dívida pública



Detentores da dívida



¹De acordo com a lei brasileira de responsabilidade fiscal, o banco central está proibido, desde 2002, de emitir dívida própria para condução da sua política monetária, estando por isso, dependente da emissão de dívida pelo governo central.

BRASIL – CARACTERÍSTICAS DA DÍVIDA PÚBLICA MITIGAM RISCOS ASSOCIADOS (cont.)

Também o FMI recentemente referiu estar cautelosamente optimista relativamente à economia brasileira, pese embora a actividade continue a evidenciar movimentos recessivos. Este optimismo moderado relaciona-se com a percepção de o governo estar a desenvolver reformas fiscais com benefícios potenciais na redução dos custos do sector empresarial.

Para além da já aprovada lei que limita o crescimento da despesa pública à taxa de inflação do ano anterior, está também em consideração a introdução de alterações na legislação laboral no sentido de uma maior flexibilização do mercado de trabalho, bem como o estudo de medidas que incrementem o investimento privado em infraestruturas e nos sectores petrolífero e do gás.

Paralelamente, já está a ser discutida no Congresso a reforma do sistema de pensões, a qual passa pelo aumento da idade de reforma para os 65 anos contra os actuais 55 no caso das mulheres e 60 anos para os homens. Adicionalmente é proposta a eliminação de regimes especiais de pensões excessivamente generosos e homogenização dos benefícios entre os sectores público e privado. O êxito desta reforma é de importância significativa, na medida em que as despesas com pensões representam cerca de 40% da despesa total do governo federal.

Note-se, contudo, que a discussão destas reformas surge também num ambiente hostil relacionado com um possível envolvimento de membros do actual governo no caso Lava Jato, reduzindo a autoridade moral do governo na proposta e implementação destas reformas.

Indicadores Macro e de dívida

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
	(%)							
PIB real	4.0	1.9	3.0	0.5	-3.8	-3.5	0.9	1.5
Taxa de inflação	6.5	5.8	5.9	6.4	10.7	6.3	4.8	4.5
Saldo orçamental em % do PIB	0.2	0.3	-0.6	-6.0	-10.3	-10.1	-9.5	-7.8
Saldo primário em % do PIB	7.9	7.3	6.4	-0.5	-1.9	-2.8	-2.5	-0.8
Dívida pública em % do PIB	51.3	53.7	51.5	56.3	65.5	73.0	78.1	82.6
Dívida do estado em % das receitas públicas	139.6	146.2	141.6	161.5	206.5	232.6	244.1	242.6
Juros da dívida pública em % das receitas públicas	20.8	18.9	19.1	15.9	26.6	23.2	21.9	20.6
Conta corrente em % do PIB	-2.9	-3.0	-3.0	-4.2	-3.3	-1.0	-1.2	-1.7
Indicador de vulnerabilidade externa ¹⁾	33.7	23.1	25.4	24.3	52.7	46.2	47.4	47.1

Fonte: Moodys.

Nota: ¹⁾ (Dívida externa de curto prazo + Dívida externa de LP a vencer brevemente + Depósitos de não residentes a mais de um ano) / Reservas internacionais.

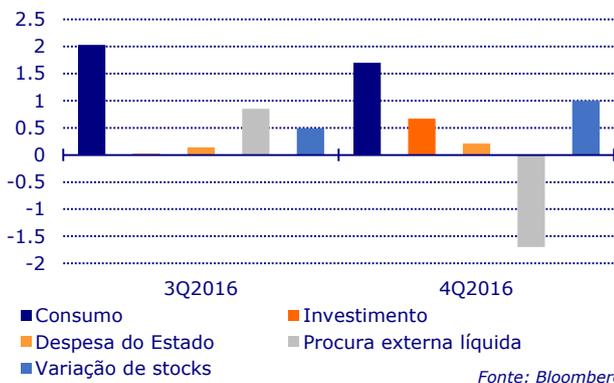
EUA – INVESTIDORES OLHAM COM MAIS CAUTELA PARA ADMINISTRAÇÃO TRUMP

□ **O início de mandato de Trump trouxe mais algum grau de certeza aos investidores, mas não sobre aquilo que estes desejariam.** Na primeira semana de mandato, o Executivo americano cumpriu várias das promessas mais polémicas da campanha, com destaque para a suspensão temporária da entrada no país de nacionais de 7 países de maioria muçulmana. Assim, e tendo em conta o carácter frenético (e até caótico) da tomada de decisões nestes primeiros dias, parece haver alguma indicação de que a hipótese de Trump se comportar como um “Republicano genérico” não se confirmará. Nesse sentido, tanto o conteúdo de algumas das medidas como um estilo de governação em conflito com vários intervenientes (a comunicação social, outros responsáveis políticos nacionais e estrangeiros) são indicadores bastante negativos para o futuro da qualidade governativa americana. **Por outro lado, questões como a reforma fiscal e o plano de infraestruturas continuam com poucas respostas.** Os pormenores de ambas as iniciativas não são conhecidos, ainda que já haja algumas propostas em cima da mesa no primeiro caso. Assim, os mercados corrigiram, em relação à primeira impressão bastante positiva sobre o mandato de Trump: entre 27 de Janeiro e 2 de Fevereiro o Dow Jones caiu 216 pontos, enquanto o S&P 500 sofreu uma quebra de 18 pontos. Ainda assim, estas tratam-se ainda de meras interrupções do percurso ascendente das acções americanas, já que os índices referidos acima estão, respectivamente 1552 e 141 pontos mais altos desde a eleição de Donald Trump.

□ **O crescimento económico desacelerou em 2016, com a actividade económica a expandir apenas 1.6%, em comparação com os 2.6% registados em 2015.** Segundo a estimativa avançada do PIB, nos últimos três meses do ano passado, a actividade económica aumentou 1.9% em termos trimestrais anualizados, uma significativa desaceleração em comparação com os 3.5% do trimestre anterior. Esta quebra de ritmo deveu-se essencialmente à descida das exportações de feijões de soja (que tinham aumentado vertiginosamente no trimestre anterior); na verdade, o comércio internacional contribuiu com menos 1.7 pontos percentuais para o ritmo de crescimento. O consumo desacelerou para 2.5% (3.0% no 3º trimestre), em particular devido a uma significativa quebra no sector dos serviços, que registaram o crescimento mais baixo desde o 3º trimestre de 2013. Por outro lado, o investimento continua a recuperar: o investimento não-residencial aumentou 2.4%. A acumulação de *stocks* contribuiu positivamente para o PIB, com 1.0 ponto percentual. Por outro lado, os indicadores PMI continuam a apontar para uma tendência de crescimento bastante robusta (em comparação com o verificado em 2016), o que pode levar a uma surpresa positiva no 1º trimestre, o que por sua vez pode contribuir com um aumento de confiança em relação ao futuro da economia americana sob a Administração de Trump.

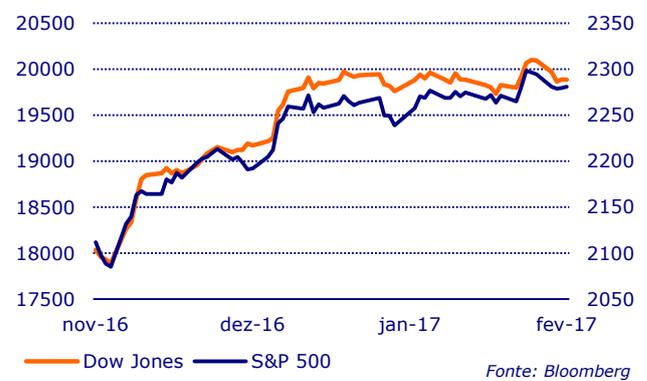
Investimento começa a recuperar, efeito temporário prejudica exportações

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



Os últimos dias de Janeiro trouxeram uma pausa na euforia accionista

(pontos)



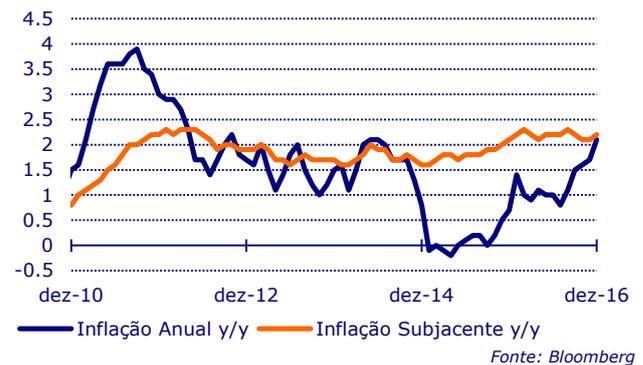
O mercado de trabalho segue robusto

(percentagem da população activa)



Inflação já na casa dos 2% em Dezembro

(taxa de variação homóloga)



ECONOMIAS

ZONA EURO - CRESCIMENTO ECONÓMICO E INFLAÇÃO SURPRENDEM PELA POSITIVA

□ **A economia na Zona Euro registou um crescimento superior ao antecipado no último trimestre de 2016, o que poderá apontar para um ritmo de expansão mais positivo nos primeiros meses deste ano.** De acordo com a estimativa rápida do Eurostat, o PIB na região do euro cresceu 0.5% q/q e 1.8% em termos homólogos, o que, a confirmar-se, representa uma taxa de crescimento de 1.7% para o total do ano. **Os dados revelados para o início de 2017 apontam para a manutenção desta dinâmica de crescimento.** Os indicadores PMI começaram este ano a seguir a tendência positiva com que terminaram 2016, tirando partido do sector da indústria transformadora, que registou um aumento de 0.3 pontos para 55.2 em Janeiro. De facto, este sector beneficiou de um crescimento das exportações de bens ao ritmo mais acelerado desde o início de 2014, tirando partido da depreciação do euro e de sinais de melhoria da procura mundial. Do lado dos serviços, o indicador PMI manteve-se inalterado em 53.7 face ao mês anterior. Um dos indicadores que mais se destacou na análise do indicador composto foi o emprego, que cresceu ao ritmo mais acelerado desde 2008, de acordo com a Markit, beneficiando do crescimento das novas encomendas e expectativas positivas dos empresários. **Apesar de os dados avançados neste início de ano apontarem para a manutenção da dinâmica positiva de crescimento, optámos por manter inalterada a nossa previsão de crescimento em 1.6% em 2017,** considerando os riscos que podem afectar a actividade económica, principalmente em torno de questões políticas. Ainda assim, consideramos que o ritmo de expansão pode surpreender pela positiva no 1T do ano, suportando uma revisão em alta posteriormente. Os riscos positivos incluem a manutenção da resiliência observada em 2016 face a eventos políticos adversos; agenda de Trump para o crescimento nos EUA, com impacto na valorização do dólar; política fiscal mais pró-crescimento, face ao calendário eleitoral; mitigação da incerteza política na área do euro caso os partidos populistas tenham resultados negativos nas eleições deste ano, criando espaço para a implementação de reformas estruturais benéficas ao crescimento económico.

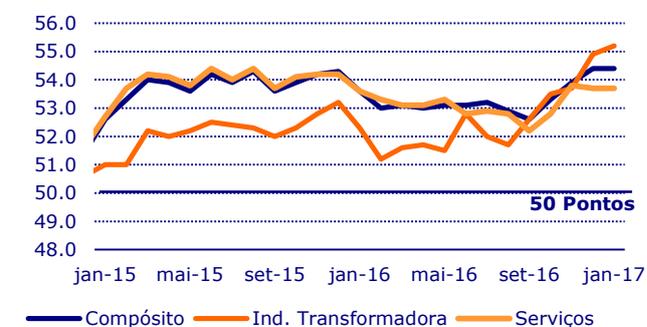
□ **Taxa de inflação aproxima-se do objectivo do Banco Central Europeu.** A taxa de inflação anual aumentou em 0.7 pontos percentuais (p.p.) para 1.8% no primeiro mês do ano, continuando a beneficiar da recuperação dos preços dos bens energéticos. De facto, esta componente deverá ter registado um crescimento de 8.1% y/y em Janeiro, o que compara favoravelmente com +2.6% y/y em Dezembro e -5.4% y/y em Janeiro de 2016. A taxa de inflação *core*, no entanto, manteve-se em 0.9% pelo segundo mês consecutivo. **Considerando os novos dados, revimos em alta a nossa previsão para a inflação média em 2017 em 0.2 p.p. para 1.5%,** ressalvando a possibilidade de que a taxa de inflação ultrapasse os 2% na primeira metade de 2017, suportada pelos efeitos de base decorrentes do preço do petróleo e pela depreciação do euro.

Actividade económica surpreende positivamente no último trimestre de 2016

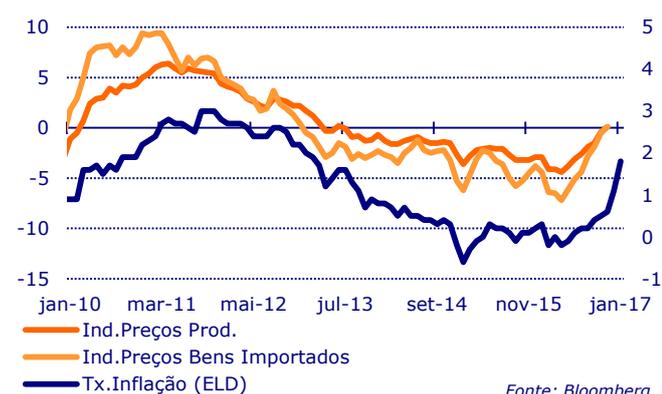
(yoy%; qoq%)

**Indicadores PMI sugerem um início de ano positivo na área do euro**

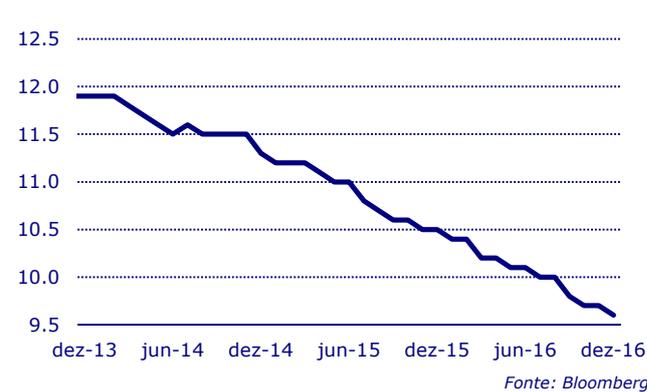
(pontos)

**Inflação, preços dos bens importados e preços do produtor**

(y/y%)

**Taxa de Desemprego segue trajetória descendente, e termina o ano em 9.6%**

(%)



PORTUGAL – DINÂMICA DE CRESCIMENTO PODERÁ REFORÇAR-SE NO 4º TRIMESTRE DE 2016

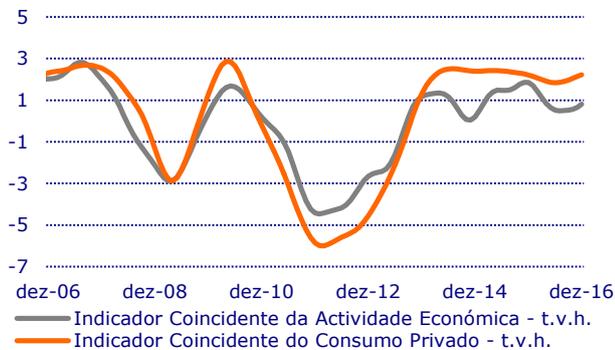
□ **No 4º trimestre do ano passado, o PIB deverá ter continuado a crescer, em termos homólogos, a um ritmo semelhante (ou até ligeiramente superior) aos três meses anteriores (1.6% yoy).** O consumo privado continuará a crescer em torno dos 2.0% - o indicador coincidente para o consumo do BdP mantém-se à volta desse mesmo valor. Por outro lado, é bastante provável que o investimento sofra ainda uma quebra homóloga, ainda que uma recuperação face ao trimestre anterior seja possível. Assim, a contribuição da procura interna para o crescimento económico deverá manter-se idêntica ao registado no trimestre anterior. Em consequência, também as importações deverão registar uma evolução semelhante. O potencial para um desempenho mais positivo encontra-se essencialmente nas exportações, fruto, por um lado, do continuado suporte da actividade turística às exportações de serviços e de um efeito menos negativo de alguns factores como a degradação da economia angolana: as exportações para Angola no 3º trimestre desceram 11.1% yoy, enquanto a quebra foi de 5.6% yoy no conjunto de Outubro e Novembro, meses para os quais já existem dados. A contribuição da procura externa líquida será então equilibrada com a da procura interna, com alguma possibilidade desta primeira superar a segunda. Esta evolução deverá permitir um crescimento anual de 1.3%, ligeiramente acima do previsto pelo Executivo no Orçamento de Estado para 2017.

□ **Os juros da dívida no mercado secundário registaram importantes subidas nas últimas semanas, sobretudo fruto de uma maior expectativa face à evolução da inflação europeia, e consequente possibilidade de mais rápida retirada de estímulos por parte do BCE.** É nossa visão que os juros se deverão manter acima dos 4% durante o ano de 2017, apesar da continuada redução do défice por parte de Portugal (segundo o Governo, e plausivelmente pelas nossas contas, o défice deverá permanecer abaixo dos 2.3%), já que continuará a ser discutido o tema dos estímulos da política monetária, sendo que restam ainda os problemas por resolver na banca portuguesa e um crescimento que, sendo sólido, não é surpreendente, factos que culminam na ausência (para já) de uma diminuição persistente do rácio de dívida pública em percentagem do PIB. Um desenvolvimento que poderá trazer alguma contenção nos juros será a retirada de Portugal do Procedimento por Défices Excessivos, um evento que, sendo incerto, deverá acontecer, na nossa óptica.

□ **No mercado de trabalho, as notícias continuam a ser bastante positivas, devendo mesmo permitir que a taxa de desemprego se situe em torno dos 10.5% no último trimestre de 2016, e em 11.1% para todo o ano.**

Indicador da actividade económica do BdP é o único que aponta para recuperação mais fraca

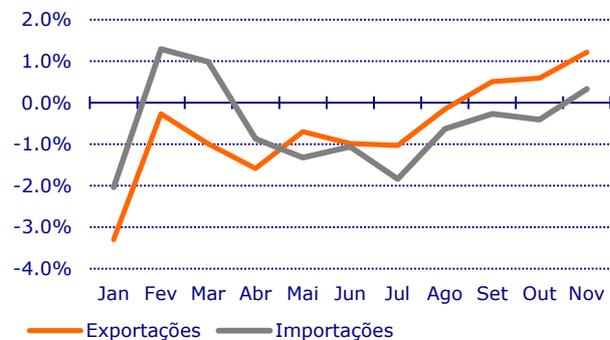
(variação homóloga)



Fonte: Banco de Portugal

Comércio internacional com melhoria acentuada no final do ano

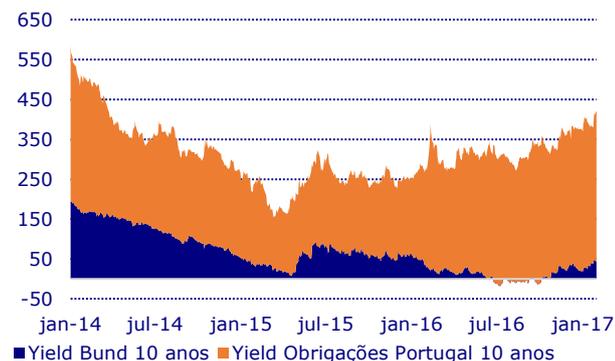
(taxa de variação homóloga acumulada)



Fonte: Banco de Portugal

Apesar do aumento dos spreads desde 2015 a subida das yields tem sido reforçada pelo benchmark

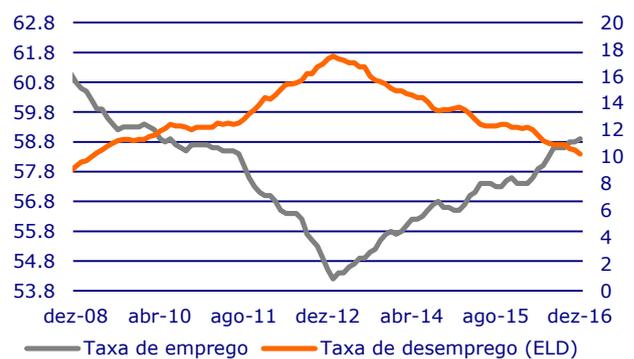
(pontos base)



Fonte: INE

Mercado de trabalho surpreende pela persistente evolução positiva

(percentagem)



Fonte: INE

ECONOMIAS

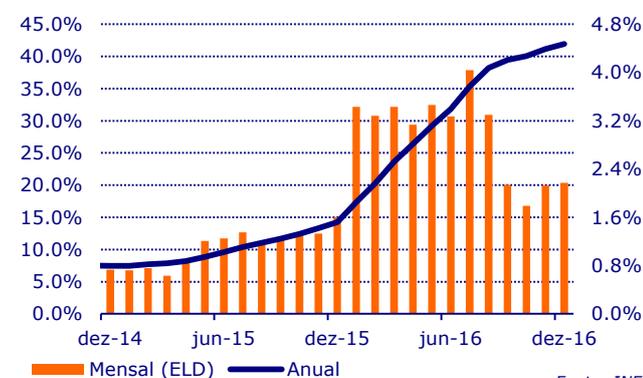
ANGOLA - FMI PREVÊ CRESCIMENTO DE 1.3% EM 2017, DEPOIS DE ESTAGNAÇÃO EM 2016

□ **O Conselho Executivo do FMI concluiu as consultas ao abrigo do Artigo IV, estimando estagnação económica no ano passado.** Segundo o Fundo, o crescimento da economia angolana foi nulo em 2016, com uma expansão de 0.8% do sector petrolífero a ser insuficiente para compensar uma redução de 0.4% na economia não-petrolífera. Em 2017, prevê um crescimento de 1.3%: o sector petrolífero deverá expandir 1.5%, enquanto a restante economia deverá crescer 1.3%. Os directores executivos elogiaram a actuação das autoridades para mitigar o impacto do choque dos baixos preços do petróleo, mas sublinharam também a urgência de mais medidas para estabilizar o ambiente macroeconómico e conseguir a diversificação da economia. **O tom foi também elogioso quanto à consolidação orçamental no saldo primário não-petrolífero, chamando no entanto à atenção para a necessidade de uma continuação do ajustamento para colocar a dívida pública num claro percurso descendente.** Segundo as previsões do FMI, o défice deverá ter ficado em 4.1% em 2016 (abaixo da previsão do Governo de 5.9%), com o défice primário não-petrolífero a registar uma melhoria significativa para 10.2% (foi de 15.9% em 2015). Em 2017, a instituição espera uma subida do défice para 6.7% (o Executivo espera 5.8%), também devido a um agravamento do défice primário não-petrolífero para 11.5%. A dívida terá atingido um pico de 71.6% em 2016 (65.4% em 2015), já incluindo 18.9% de dívida da Sonangol. A expectativa para 2017 é positiva, sendo prevista uma descida da dívida pública total para 62.8%, em parte devido a uma quebra para 13.7% da dívida da Sonangol. **Finalmente, os directores aconselharam a uma política cambial mais flexível (acompanhada pela política monetária e orçamental), de modo a corrigir o desequilíbrio existente no mercado cambial.**

□ **A inflação anual terminou o ano em 41.95%, mais 0.79 pontos percentuais (p.p.) que em Novembro, fixando-se a taxa média de inflação em 2016 nos 32.4%,** um valor inferior ao antecipado pelo Executivo (38.5%). A inflação mensal no último mês do ano foi de 2.17% (2.13% em Novembro), mantendo-se abaixo dos 3%, ao contrário dos primeiros 8 meses de 2016. **Por outro lado a produção petrolífera em 2016 diminuiu 2.1%, de acordo com o Ministério do Finanças.** A produção foi, em média, de 1.72 milhões de barris diários (mdb), abaixo do objectivo para o ano passado (1.79 mdb). **Os números do comércio internacional em dólares no 3º trimestre revelaram o primeiro aumento homólogo das exportações desde o 3T de 2013, em 4.6%,** essencialmente devido à recuperação dos preços petrolíferos, que permitiu um aumento de 2.0% yoy destas exportações. O saldo comercial fixou-se nos USD 12.2 mil milhões (USD 12.5 mil milhões no mesmo período de 2015).

Inflação mensal abaixo dos 3% pelo 4º mês consecutivo

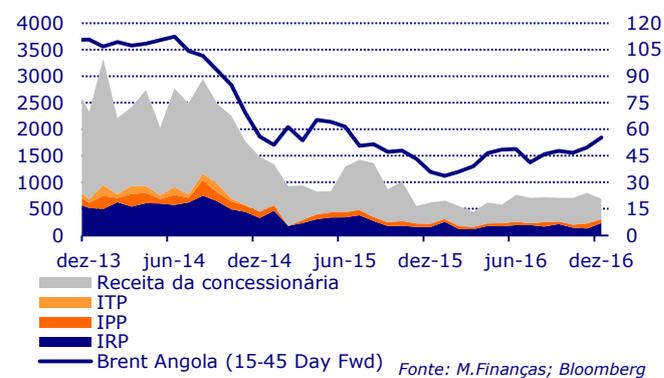
(yoy%; mom%)



Fonte: INE

Receitas fiscais estáveis, mas preço a ter tendência de subida

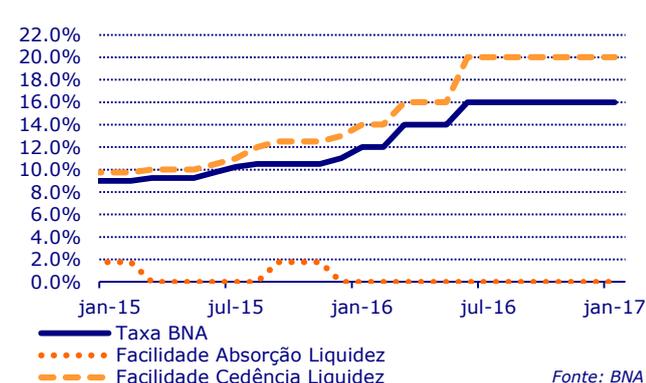
(milhões de USD; USD)



Fonte: M.Finanças; Bloomberg

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

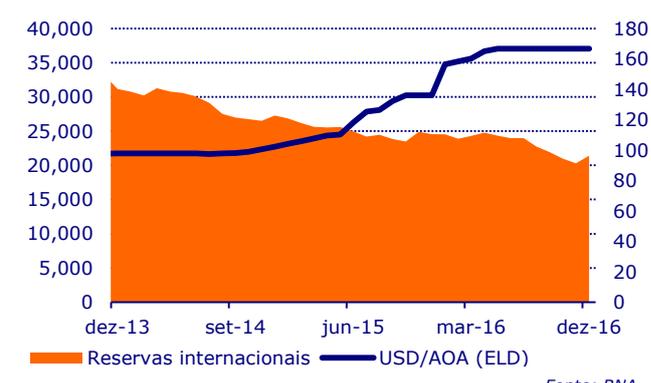
(percentagem)



Fonte: BNA

Reservas ainda num nível confortável, mas em trajetória de descida

(milhões USD; x kwanzas por USD)



Fonte: BNA

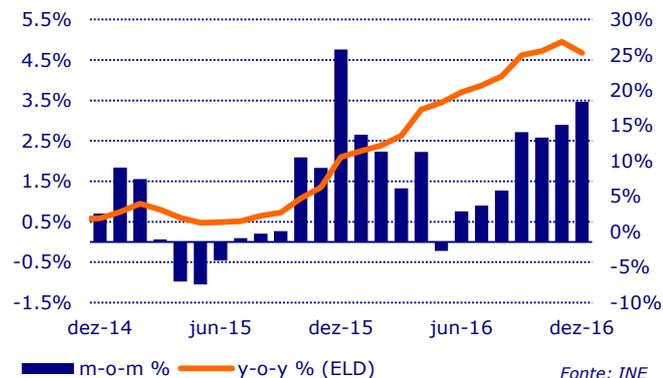
MOÇAMBIQUE - INFLAÇÃO TERMINOU 2016 EM NÍVEIS DE DOIS DÍGITOS

□ **A taxa de inflação terminou o ano em níveis de dois dígitos.** Em Dezembro de 2016, a taxa de inflação anual fixou-se em 25.3%, o que se consubstancia no 13º mês consecutivo em que regista níveis de dois dígitos. Neste sentido, a taxa de inflação anual média obtida para o total do ano anterior estabeleceu-se em 19.9%, significativamente superior ao observado em 2015 (3.6%). Ao longo de 2016, a pressão sobre o ritmo de crescimento dos preços foi justificada pela depreciação da moeda nacional, aumento dos preços dos bens alimentares (impacto adverso das condições climatéricas na oferta de bens agrícolas e aumento dos preços dos bens alimentares na África do Sul), escassez de divisas na economia, incremento dos preços administrados e tensões político-militares, que condicionaram o movimento de bens, serviços e pessoas.

□ **O Governo moçambicano revelou que não irá proceder com o pagamento de juros respeitantes às obrigações da EMATUM, o que despoletou uma nova revisão do rating por parte da S&P.** O Executivo não efectuou o pagamento de USD 59.8 milhões no dia 18 de Janeiro, relativo a juros das obrigações da EMATUM, reestruturadas no ano anterior. Neste sentido, a S&P colocou o rating da dívida soberana denominada em moeda estrangeira em "Selective Default" (anteriormente em CC), enquanto a perspectiva do rating atribuído à dívida soberana em moeda nacional foi melhorada de negativa para estável, considerando que a dívida em meticais continua a ser cumprida e que não é esperado que haja necessidade de proceder com a respectiva reestruturação. Em Outubro, o Governo revelou que não tinha capacidade de cumprir com os seus compromissos financeiros, solicitando aos credores a reestruturação de parte da dívida pública externa e, assim, poder beneficiar da reposição do apoio financeiro congelado pelo FMI em Abril de 2016. No entanto, os credores têm-se mostrado intransigentes em discutir esta possibilidade, requerendo que, numa primeira fase, seja concluída a auditoria às empresas EMATUM, MAM e Proindicus (agendada para Fevereiro) e que o FMI restitua o apoio financeiro a Moçambique. Em sentido contrário, o FMI apenas considera repor o apoio a Moçambique quando a dívida pública assumir um carácter mais sustentável.

Taxa de inflação anual atingiu níveis de dois dígitos durante todo o ano

(mom%; yoy%)



Yield reflectiu o anúncio de não pagamento dos juros, embora essa expectativa já estivesse incorporada

(yield da emissão reestruturada da EMATUM, %)



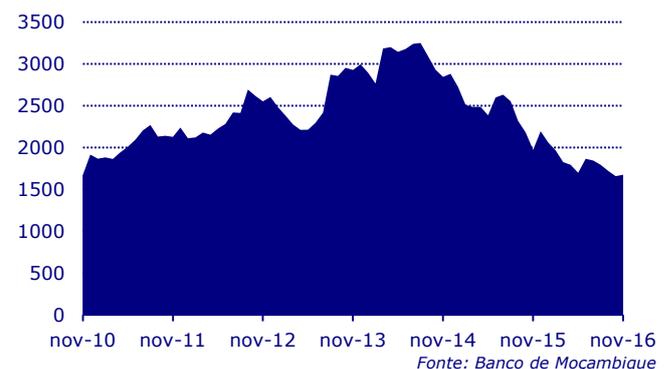
Rating atribuído à dívida soberana de longo-prazo, em moeda estrangeira

	Rating	Data da última alteração	Perspectiva
Moody's	Caa2	08-jul-16	Negativa
S&P	Selective Default	18-jan-17	-
Fitch	RD	30-nov-16	-

Fonte: Bloomberg; sites das agências de rating.

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

(reservas internacionais líquidas em milhões USD)



ECONOMIAS

ÁFRICA DO SUL – TAXA DE INFLAÇÃO MÉDIA ACIMA DO INTERVALO DE 3%-6% EM 2016

□ **A actividade económica deverá recuperar gradualmente este ano e no próximo.** O Banco Mundial prevê que o crescimento económico tenha desacelerado significativamente no ano anterior, passando de um crescimento real de 1.3% em 2015 para 0.4% em 2016. O consumo privado deverá recuperar em 2017, beneficiando do abrandamento das pressões inflacionistas e da recuperação do crédito às famílias (tirando partido de uma eventual política monetária menos restritiva, caso o ritmo de crescimento dos preços do consumidor volte para níveis compreendidos entre o intervalo definido pelo Banco Central). Considerando a necessidade de proceder com a consolidação das finanças públicas, o Banco Mundial espera que o consumo público desacelere este ano. Do lado das exportações, a instituição prevê que a recuperação gradual dos preços das *commodities* possa contribuir positivamente para as vendas ao exterior. Ao mesmo tempo, as importações deverão crescer, beneficiando da recuperação da actividade económica doméstica e da importação de bens intermédios e de capital no caso das empresas. Em sentido contrário, o investimento bruto em capital fixo deverá continuar a contrair, ainda que em menor dimensão do que em 2016.

□ **A taxa de inflação média ultrapassou o limite superior do intervalo definido pelo Banco Central (3%-6%) em 2016.** Em Dezembro, a taxa de inflação anual aumentou em 0.2 pontos percentuais para 6.8%. O contributo para este aumento veio das componentes "Habitação e utilidades", "Recreação e cultura" e "Restauração e hotéis", parcialmente compensado pela queda dos preços dos transportes. A taxa de inflação mensal também acentuou, passando de 0.3% em Novembro para 0.4% em Dezembro. **Ainda que se tenha assistido a um agravamento das pressões inflacionistas no final de 2016, o Banco Central da África do Sul (SARB) não alterou a orientação da política monetária na primeira reunião de 2017.** A perspectiva para a evolução dos preços deteriorou face à última reunião de política monetária, com o banco central a prever agora que a taxa de inflação anual apenas regresse ao intervalo definido pela instituição monetária no último trimestre do ano (anteriormente estimado no 2T de 2017). É expectável que o índice de preços do consumidor registre um crescimento médio de 6.2% este ano, o que compara desfavoravelmente com uma taxa de 5.8% prevista inicialmente, de acordo com o SARB. A revisão da estimativa do banco central resulta das alterações dos pressupostos relativamente aos preços internacionais do petróleo, preços dos combustíveis no país e os preços dos bens alimentares, ainda que a previsão para a evolução da taxa de câmbio seja mais positiva. Para o crescimento económico, a projecção também foi revista em baixa, de 1.2% para 1.1% em 2017, e manteve-se em 1.6% para 2018.

Previsões do Banco Mundial para a África do Sul

		2015	2016 Est.	2017 Prev.	2018 Prev.
Taxa de crescimento real do PIB	(preços constantes, %)	1.3	0.4	1.1	1.8
Consumo Privado	(preços constantes, %)	1.7	1.3	2.1	2.1
Consumo Público	(preços constantes, %)	0.2	1.6	0.8	1.2
FBCF	(preços constantes, %)	2.5	-5.9	-2.8	-1.6
Exportações	(preços constantes, %)	4.1	1.0	3.7	4.1
Importações	(preços constantes, %)	5.3	-3.6	2.0	2.1
Inflação	(média anual, %)	4.6	6.3	6.0	5.8
Balança Corrente	(% PIB)	-4.3	-3.9	-3.4	-3.5
Saldo Orçamental	(% PIB)	-3.7	-3.5	-3.2	-2.8
Dívida Pública Bruta	(% PIB)	49.4	51.4	52.5	53.0
Saldo Orçamental Primário	(% PIB)	-0.4	0.0	0.5	1.0

Fonte: Banco Mundial ("South Africa Economic Update - Private Investment for Jobs").

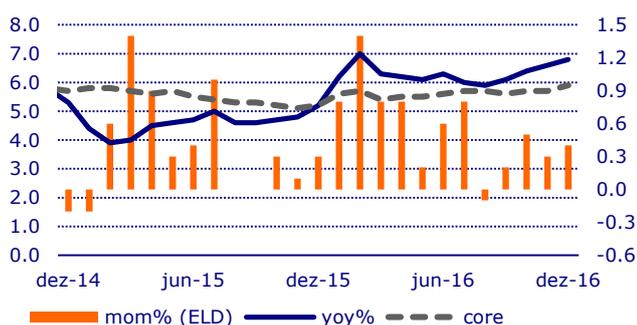
PMI abaixo da marca dos 50 pontos* pelo quinto mês consecutivo

Fonte: Bloomberg

Nota: (*) A marca dos 50 pontos separa expansão (acima dos 50) de contração económica (abaixo dos 50)

Tx. de Inflação aumentou pelo 4º mês em Dezembro, terminando o ano acima do intervalo de 3%-6%

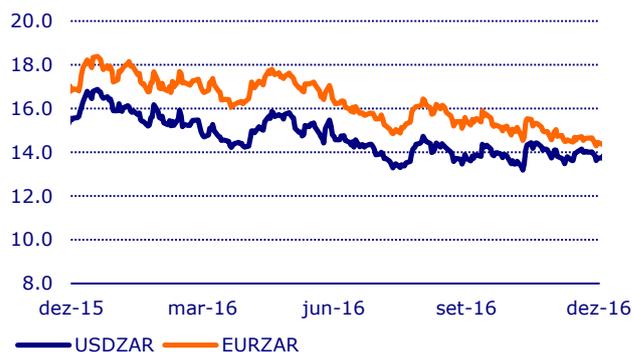
(yoy%; mom%)



Fonte: Bloomberg

Rating da África do Sul não sofreu downgrades, aliviando a pressão vendedora sobre o Rand

(Rands por USD; Rands por EUR)



Fonte: Bloomberg

Vânia Patrícia Duarte

▪ MERCADO CAMBIAL

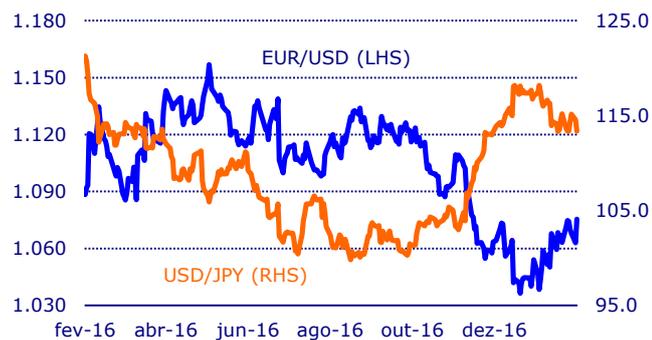
MERCADOS

ENTRE O MERCADO E O DESEJO DAS AUTORIDADES, CONFLITO EM PERSPECTIVA?

- **A eleição em Novembro de um novo Presidente dos EUA trouxe a esperada turbulência cambial inicial, que depressa ganhou direcção para uma apreciação do dólar (nos primeiros dias de 2017, o índice do dólar face às principais moedas alcançou o valor mais alto dos últimos anos e o EUR/USD, câmbio âncora, chegou a 1.0339, valor mais baixo desde 2003).** O mercado tinha consolidado o sentimento de que as propostas económicas de Donald Trump (*Trumponomics*) seriam positivas a curto/médio prazo: mais crescimento, mais inflação, mais desregulação, reforma fiscal e mais infraestruturas. Tudo conjugado permitiria manter e ampliar a entrada constante de fluxos financeiros à economia e criar um cenário favorável ao negócio. Perante a maneira conflituosa de anunciar as medidas defendidas na campanha eleitoral (a restrição à entrada de imigrantes) e possíveis confrontos de ordem comercial, na base da introdução de medidas proteccionistas (contra a importação de produtos da China, México, etc.), o ambiente poderá mostrar-se menos optimista, instalando-se preocupação e incerteza entre os agentes económicos. Em resultado, o EUR/USD encontra-se muito próximo de 1.08.
- **O facto é que existem outros aspectos de grande relevância: o comportamento da Fed; a evolução do ciclo económico na Europa; o desejo das autoridades americanas e europeias de não terem uma moeda sobreavaliada.** A política monetária norte-americana vai ser crucial para a situação cambial do dólar. Mas só mais tarde (a partir de Março) se terão mais certezas acerca da evolução das taxas de juro do dólar (o diferencial pode vir a ser ampliado várias vezes ao longo do ano em relação às restantes moedas); os dados económicos – crescimento e inflação – na Zona Euro estão a progredir de forma positiva, o que gera especulações acerca da evolução da actual política monetária, prevendo-se a sua remoção a partir de 2018; o Presidente Trump já referiu que o câmbio tem sido favorável à Europa e já mostrou desagrado pela situação de um dólar forte (considerando a Paridade dos Poderes de Compra, o nível 1.08 mostra-se adequado). Assim, é possível afirmar que no curto prazo não existem razões para o surgimento de um movimento adicional de apreciação do USD. A médio prazo, em resultado da subida dos juros pela Fed e face à esperada implementação de medidas proteccionistas, o dólar deverá mostrar-se mais forte, mesmo que as autoridades americanas não o desejem.
- **A incerteza introduzida pela Administração Trump nos mercados está a levar ao refúgio no franco suíço.** De facto, o CHF tem mostrado pressão de apreciação em relação ao USD e ao EUR. Embora o banco central helvético mantenha presença no mercado cambial de forma a esvaziar movimentos mais fortes de valorização da moeda, o EUR/CHF encontra-se no patamar 1.06, quando a referência anterior era 1.08, e antes 1.10 e entre 2013 e 2014, 1.20.
- **O Brexit vai avançar, mas as incertezas e as várias fases do processo podem fragilizar a GBP.** Para já, o EUR/GBP estabilizou em torno de 0.85 e 0.86.

USD perdeu em relação ao EUR e ao JPY, num movimento de correcção

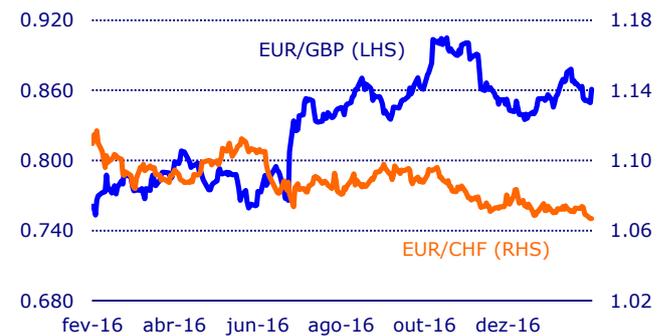
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

GBP estabilizou face ao EUR, aguardando novos factores de mercado; CHF aprecia-se

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



Fonte: Reuters, BPI

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

01.Fev.2017

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.0952	1.0755	-1.80%
EUR/JPY	130.30	121.94	-6.42%
EUR/GBP	0.7626	0.8611	12.91%
EUR/CHF	1.1144	1.0668	-4.27%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

01.Fev.2017

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.0792	1.0841	1.0950
EUR/JPY	122.04	122.10	122.22
EUR/GBP	0.8626	0.8644	0.8686
EUR/CHF	1.0677	1.0645	1.0625

Fonte: BPI.

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

MÉXICO POSTO À PROVA PELAS POLÍTICAS DOS EUA

▫ **Perante as políticas económicas norte-americanas de cariz mais nacionalista e proteccionista, acredita-se que o comércio mundial possa sair penalizado.** Nesse contexto, considera-se que a globalidade das economias emergentes poderá ver agravarem-se desequilíbrios internos. Contudo, existem países melhor preparados para enfrentar adversidades, dada a sua dimensão económica e diversidade de relações comerciais. Mas uma perspectiva de guerra comercial será sempre uma situação bastante adversa para economias mais frágeis. Acresce que o ambiente económico de 2017 irá contemplar políticas menos expansionistas e subida dos juros em importantes blocos económicos, nomeadamente nos EUA.

• **O México é dos países que poderá sofrer de forma expressiva a conjugação de factores internos e externos adversos: políticas norte-americanas menos favoráveis, perspectiva de um *downgrade* do rating do país; situação política incerta, estando previstas eleições presidenciais em meados de 2018; pressões de depreciação da moeda e de mais inflação, num novo ciclo que deverá levar o banco central a subir a sua taxa base dos actuais 5.75% para uma taxa próximo ou superior a 7%.**

▫ **A economia mexicana é dos principais fornecedores dos EUA.** A balança comercial entre os dois países é desfavorável aos americanos, sendo o terceiro défice em termos de peso global no somatório dos défices dos parceiros comerciais (representa cerca de 8%). Para além de que existe grande interligação económica entre os dois países vizinhos, passando igualmente pela mão-de-obra. Assim, alterações ao nível da NAFTA (Tratado norte-americano de livre comércio entre EUA, Canadá e México, que representa o maior espaço de comércio livre do mundo), na política da energia (o consumo dos EUA suporta o importante sector energético mexicano) e nas leis de imigração por parte dos EUA poderão ser prejudiciais ao México, que tem beneficiado de investimento externo em resultado da sua competitividade baseada em baixos custos de produção (mão-de-obra barata). O Presidente Trump já referiu que prefere acordos bilaterais fora da NAFTA e que irá taxar em 20% as importações vindas do México. Em resultado, o FMI espera um menor crescimento económico do México em 2017, para além da manutenção de um saldo corrente negativo.

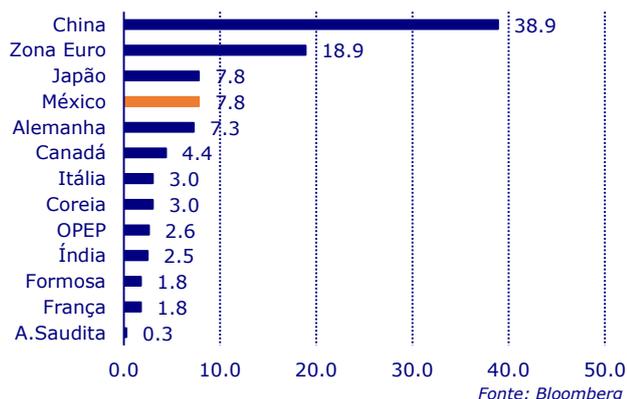
▫ **A queda do preço do petróleo levou a uma perda significativa de receita (ver tabela), tendo aumentado a proporção das receitas obtidas por outra via (aumento de impostos noutros sectores, famílias, etc.).** A tendência tem sido de maior aumento da receita, mas também da despesa. Na despesa tem aumentado os custos de financiamento e os gastos com pensões. Adivinha-se que esta situação se possa agravar com o ambiente mais geral de subida dos juros, depreciação do peso mexicano e aumento da inflação.

▫ **Parece ser consensual que a actual tendência de subida da inflação se irá agravar em 2017.** Face aos factores enunciados previamente, as expectativas de inflação são de subida. Também ajuda a forte depreciação da moeda e a actual desregulação do mercado dos combustíveis que, perversamente, num cenário de subida de preços do petróleo deverá acentuar o seu custo.

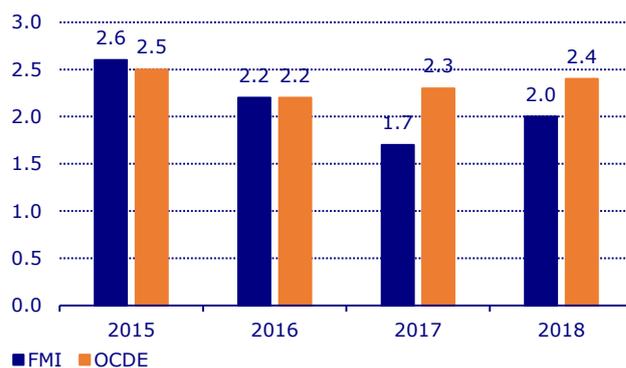
▫ **Desde Abril de 2016 até hoje o MXN desvalorizou-se cerca de 28% para o dólar.** Este facto, associado ao aumento do preço das matérias-primas da energia, deverá levar à forte pressão de subida dos preços no consumidor. Neste caso, o banco central terá de actuar de forma preventiva e subir as taxas de juro (também o efeito Trump e a esperada actuação da Fed irão contribuir no agravamento desta tendência). Com maiores restrições do lado do comércio, perspectivam-se desequilíbrios económicos e financeiros que tornarão o México e a sua moeda pouco atractivos aos investidores (já foram cancelados alguns projectos de expansão de produção de multinacionais). A questão é saber se um peso desvalorizado poderá de alguma maneira ajudar a neutralizar alguns destes desequilíbrios. Recentemente, o banco central interveio no mercado a vender dólares de forma a estabilizar o valor do peso nos actuais níveis.

Défice comercial dos EUA - Novembro 2016

(% do somatório total dos défices individuais dos EUA)

**Evolução prevista do crescimento do PIB**

(vma;%)



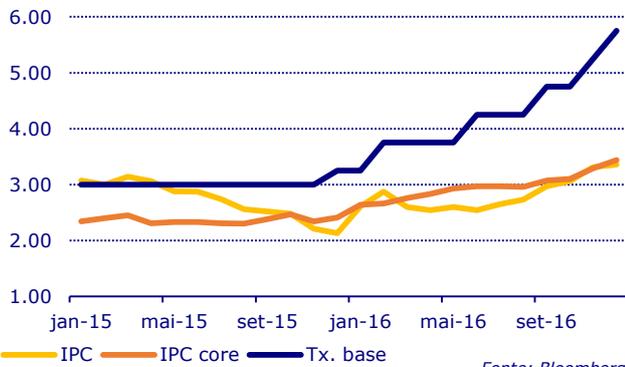
› MERCADO CAMBIAL (moedas emergentes)

MERCADOS

MÉXICO POSTO À PROVA PELAS POLÍTICAS DOS EUA (cont.)

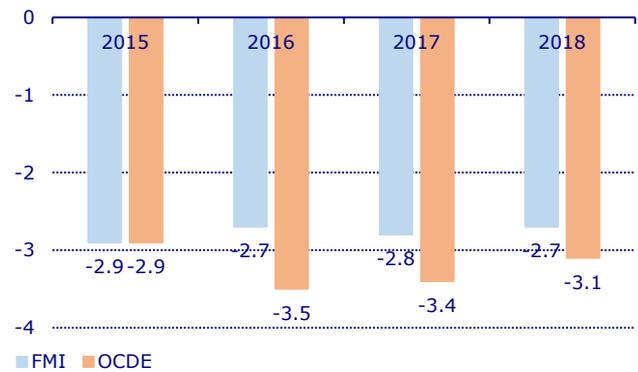
Evolução da inflação e da taxa do banco central

(% do PIB)



Evolução do Saldo da Balança Corrente

(% do PIB)



Contas do sector público

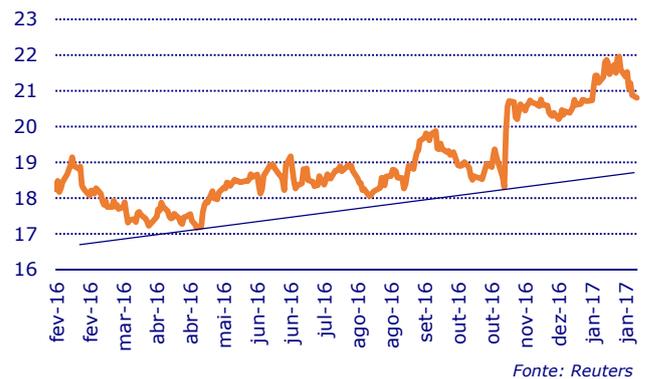
(% do PIB)

	2014	2015	2016
Receitas (A)	23.1	23.5	24.3
Petróleo	7.1	4.6	4.1
Não-petróleo	16.0	18.9	20.2
Despesa (B)	26.2	27.0	27.2
Custos financ.	2.0	2.3	2.6
Pensões	3.0	3.2	3.4
Transferências	3.4	3.5	3.6
...
Rúbricas fora do Orçamento (C)	1.5	0.6	0.1
Balanço (A-B-C)	-4.6	-4.1	-3.0

Fonte: IIF

USD/MXN fez novos máximos do último ano, com o peso sob pressão desde a eleição de Trump

(x pesos por dólar)



MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

COMEÇO ROBUSTO DO ANO NAS EMISSÕES; SPREADS DIVERGEM NOS DOIS LADOS DO ATLÂNTICO

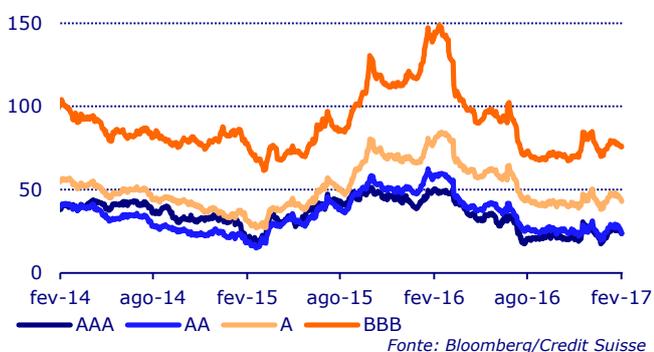
▫ **A perspectiva de aumento dos spreads durante 2017 está a levar a um ritmo acelerado de emissões no início do ano, de modo a assegurar financiamento a custos mais baixos.** De acordo com o Financial Times, 2 dos primeiros 3 dias em que houve transacções estiveram entre os 20 dias com maiores transacções de dívida *corporate* de que há registo. Esta tendência está, por um lado, a ser observada no sector bancário – segundo a Dealogic, até 8 de Janeiro os bancos tinham emitido USD 42 mil milhões, do total de USD 73 mil milhões em dívida empresarial, com destaque para emissões do Citigroup, Barclays e Credit Suisse. Para a banca, além do factor mais geral de aproveitar custos de financiamento mais baixos, trata-se também de uma altura em que o cenário é de uma expectativa mais positiva para o desempenho do sector, com uma perspectiva de ambiente regulatório menos pesado e menos impostos nos Estados Unidos.

▫ **Em Janeiro, os spreads na Europa e Estados Unidos divergiram, com os primeiros a registar uma subida, aproximando-se dos máximos observados no início de Dezembro.** Na Europa, torna-se particularmente premente a questão da menor compra de dívida empresarial por parte do BCE: a contribuir para este receio, as compras de dívida diversa pelos vários bancos centrais da Zona Euro totalizaram apenas EUR 4 mil milhões em Dezembro (cerca de metade do verificado nos meses anteriores), o que, mesmo descontando os factores sazonais relacionados com o Natal, constitui ainda assim uma quebra significativa. Por outro lado, nos Estados Unidos, o *spread* continua a observar a tendência de descida existente durante 2016 (ainda que, ao mesmo tempo, se assista a uma subida das *yields*). **Em particular, este fenómeno está a ser bastante influenciado pela melhoria da situação das empresas do sector energético:** por um lado, a falência de muitos dos *players* mais fragilizados implica necessariamente a maior solidez média do sector; por outro, a subida do preço do petróleo está a levar a uma descida das *yields* cobradas a estas empresas – a diferença entre as *yields* pagas pelo sector energético face ao total das empresas nos EUA está agora muito próximo de zero, depois de um máximo de 176 pontos base no início do ano passado.

▫ **Em Dezembro os defaults mantiveram-se perto de máximos nos EUA (5.65% do sector *high yield*), continuando em quebra continuada na Europa (2.08%).**

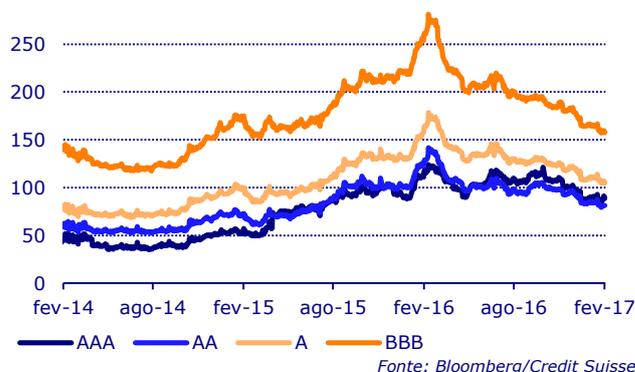
Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



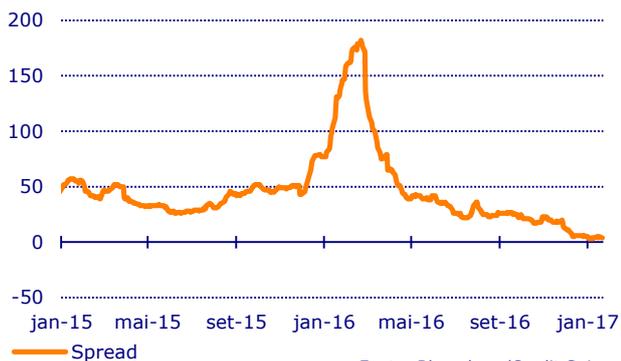
Spreads da dívida diversa face ao swap (EUA)

(pontos base)



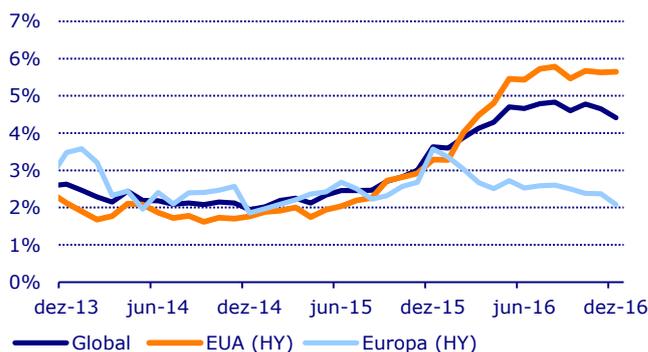
Spread sector energético face ao total, nos EUA

(pontos base)



Taxas de incumprimento - Rating Especulativo

(percentagem)



› **MERCADOS ACCIONISTAS**

MERCADOS

DOW JONES SUPEROU OS 20,000 PONTOS EM MEADOS DE JANEIRO

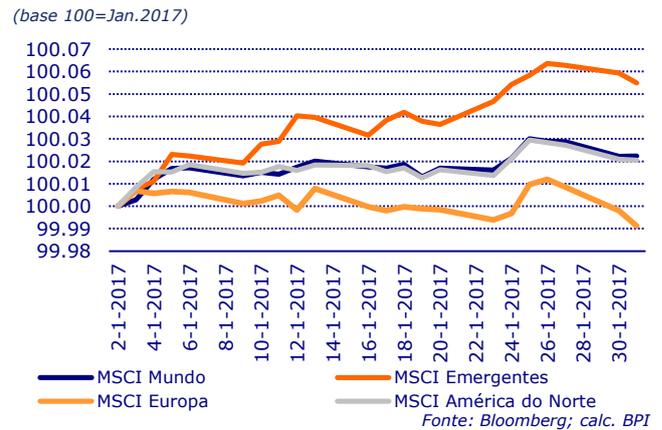
▫ **O início de 2017 deverá ficar marcado pela evolução do Dow Jones, que ultrapassou a marca dos 20,000 pontos.** O índice accionista Dow Jones atingiu e ultrapassou, em Janeiro, a marca psicológica dos 20,000 pontos, ao mesmo tempo que os dois outros índices, S&P 500 e Nasdaq, atingiram novos máximos. A passagem dos 19,000 pontos para 20,000 pontos foi a segunda mais rápida na história do Dow Jones, sendo necessárias 42 sessões de negociação, comparativamente a 24 na passagem dos 10,000 para 11,000 pontos, que ocorreu entre Março e Maio de 1999 e que é a mais rápida de sempre. Para além da divulgação dos resultados de algumas das empresas do índice, que superaram as expectativas dos analistas, as políticas entretanto avançadas pela nova administração Trump e outras medidas potenciais foram os factores de impulso ao desempenho do índice. De facto, notícias sobre a reforma tributária, com eventuais reduções de impostos para as empresas, desregulamentação e o investimento previsto em infra-estruturas são vistas como positivas pelos investidores para o crescimento económico nos EUA e taxa de inflação. A quebra da barreira dos 20,000 pontos poderá potenciar a entrada de novo capital, dado ser uma barreira psicológica importante. **Na Europa, os índices beneficiaram de algum do entusiasmo que afectou as bolsas norte-americanas.** No entanto, os mercados accionistas do Velho Continente mantiveram-se longe dos máximos obtidos em 2015, a reflectir o contexto de incerteza que envolve algumas questões políticas (eleições em alguns Estados-Membros, processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia e impacto das medidas de Trump na economia europeia).

▫ **Mas as medidas e o discurso do novo Presidente, em início de mandato, temperaram o optimismo dos investidores.** Após a implementação do decreto-lei que restringe a entrada nos EUA de indivíduos com determinadas nacionalidades, ligadas a países muçulmanos, o receio de que este tipo de medidas possa encobrir uma agenda pró-crescimento aumentou entre os investidores. Assim, no final do mês de Janeiro, o Dow Jones caiu para níveis abaixo da marca dos 20,000 pontos, enquanto outros índices, europeus e norte-americanos, também reflectiram um comportamento mais prudente face ao contexto político.

Dow Jones supera a marca psicológica dos 20,000 pontos em meados de Janeiro

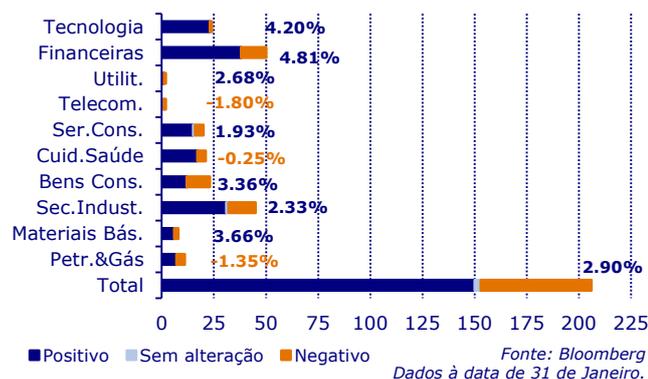


Optimismo caracteriza os mercados bolsistas no início de 2017, apesar da recente correcção



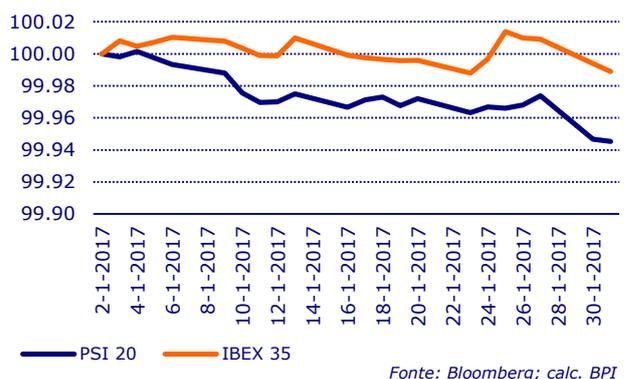
Crescimento dos resultados das empresas do S&P 500

(nºempresas que reportaram resultados; tx.crescim.result.qoq%)



Índices ibéricos iniciam 2017 a registar perdas, com o PSI 20 a destacar-se negativamente

(base 100=Janeiro 2016)



CENÁRIO ECONÓMICO FAVORÁVEL A PREÇOS SUPOSTADOS

□ **O ambiente económico previsto para 2017 deixa para trás factores que influenciaram de forma negativa os preços das matérias-primas – fraco crescimento, pressões deflacionistas e níveis altos de stocks – devendo dar genericamente suporte aos preços.** De facto, este ano, são esperadas condições económicas mais favoráveis (a normalização continuada das políticas monetárias, mais avançada nos EUA que nos restantes blocos económicos), que deverá implicar maior consumo, quando do lado da oferta deverão ter ocorrido normais ajustamentos. No caso do petróleo, registou-se recentemente cooperação e um acordo histórico entre produtores da OPEP e não-OPEP que deverá ajudar a trazer tranquilidade ao mercado petrolífero.

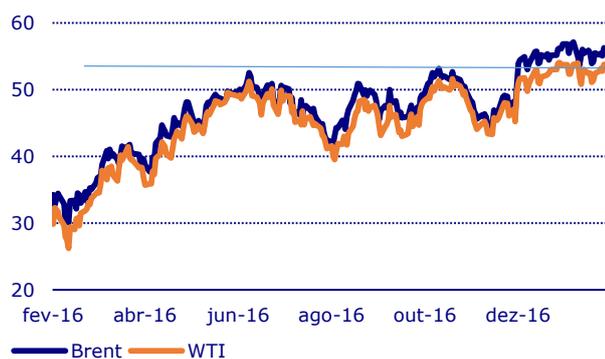
□ **De facto, perante uma alteração de cenário económico e de condições de mercado mais favoráveis, a OPEP (Organização dos Países Exportados de Petróleo) já sinalizou a perspectiva de descida do excesso de oferta de petróleo em 2017, confirmando que os países que firmaram o acordo vão cumprir a redução de produção (embora se saiba que os efeitos não são imediatos, de forma a reequilibrar o mercado).** Por outro lado, com o actual nível de preços, estão a surgir expectativas de que a produção norte-americana possa aumentar este ano. Quanto ao acordo, ao fim dos próximos seis meses será reavaliado e aqui colocam-se algumas incertezas. O ministro da energia da Arábia Saudita já mostrou dúvidas na necessidade de prolongar o corte de produção, acreditando que o reequilíbrio do mercado deverá regressar na primeira metade do ano. Mas existem outros factores a ter em conta e que trazem alguma imprevisibilidade ao mercado: os efeitos na economia mundial das políticas da Administração Trump; a actuação da Fed; o comportamento económico da China.

□ **A OPEP, no seu relatório de Janeiro, confirma que a melhor performance económica na Ásia/Pacífico e na Europa permitiu que o consumo global aumentasse marginalmente para um valor médio de 94.44 mb/d (milhões de barris por dia) em 2016.** Para 2017, está a prever 95.60 mb/d. Já a oferta deverá mostrar uma estagnação em termos globais – uma quebra no 1º semestre e uma subida no 2º, em resposta a uma esperada maior procura. Ao nível dos preços, assiste-se a uma evolução do Brent em torno de \$55 o barril, tendo mesmo chegado a \$58 no início do ano. Face aos factores já referidos, acredita-se na manutenção de um preço suportado com a possibilidade de subir.

□ **No final do ano, o preço do ouro registou o valor mínimo \$1122 onça troy. A partir daí formou-se um movimento que corrigiu o preço para valores à volta de \$1200.** A menor pressão de apreciação do dólar e a incerteza trazida pelo novo presidente norte-americano deram suporte ao preço do ouro. No futuro, se correrem bem as políticas dos EUA e surgir uma valorização dos activos em dólares é possível que o ouro perca atracção.

O preço do petróleo mostra sinais de querer prosseguir a tendência de subida

(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

No preço do ouro, ocorreu uma correcção à queda anterior, aguardando-se a consolidação

(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI

Previsões BPI - valor médio

(dólares por barril)

	1ºT17	2ºT17	3ºT17	4ºT17
Brent	56	58	61	62
WTI	53	55	58	59

Fonte: Banco 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.	1.3	2.2	2.2	-4.2	-4.0	-4.3	96.4	97.3	97.8	-2.6	-2.8	-2.9	4.9	4.7	4.6	1.6	2.2	2.5
Japão	-0.2	0.6	0.7	-5.0	-4.8	-4.1	244.9	246.4	247.9	3.8	3.2	3.5	3.1	3.0	3.0	0.8	1.0	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	0.3	1.4	1.5	-1.9	-1.6	-1.5	91.4	90.5	89.6	3.4	3.1	3.1	10.1	9.7	9.3	1.7	1.5	1.6
Alemanha	0.4	1.6	1.6	0.5	0.3	0.4	68.2	65.6	63.1	8.9	8.5	8.2	4.6	4.6	4.6	1.8	1.5	1.7
França	0.3	1.2	1.3	-3.3	-3.1	-2.9	97.1	97.8	98.3	-1.1	-1.0	-1.1	9.9	9.6	9.3	1.2	1.3	1.6
Itália	-0.1	1.0	1.2	-2.4	-2.4	-2.2	132.7	132.7	132.5	2.7	2.4	2.2	11.5	11.3	11.0	0.8	0.7	0.9
Espanha	-0.3	1.6	1.4	-4.5	-3.5	-3.0	100.2	100.3	99.9	1.7	1.5	1.4	19.7	18.0	16.8	3.2	2.3	2.0
Holanda	0.1	1.1	1.3	-1.0	-0.4	-0.3	63.3	61.8	60.2	8.2	7.9	7.5	6.4	6.0	5.7	2.0	1.8	1.8
Bélgica	1.8	1.8	1.7	-3.0	-2.4	-2.1	106.4	105.8	104.7	0.8	1.5	1.5	8.1	7.6	7.4	1.3	1.4	1.5
Áustria	1.0	1.7	1.7	-1.5	-1.2	-0.9	84.3	82.7	81.0	2.6	2.5	2.6	6.1	6.3	6.3	1.4	1.3	1.4
Finlândia	0.4	1.1	1.2	-2.5	-2.5	-2.1	65.7	67.5	68.8	-0.7	-0.6	-0.4	8.9	8.6	8.5	1.0	1.0	1.2
Grécia	0.0	0.9	1.1	-3.0	-2.0	-0.9	180.3	178.6	175.6	0.1	0.3	0.4	23.5	22.5	21.5	0.1	1.9	2.2
Irlanda	-0.3	1.1	1.6	-0.9	-0.5	-0.3	76.3	74.6	72.5	9.3	8.8	8.1	8.1	7.5	7.2	4.3	3.4	3.1
Reino Unido	0.8	2.7	2.9	-3.6	-3.1	-2.4	87.9	87.3	86.5	-5.5	-4.3	-3.6	4.9	5.2	5.6	1.9	1.0	1.2
Suécia	0.8	1.4	1.5	-0.1	-0.2	0.2	41.9	40.5	39.1	4.7	4.7	4.6	6.9	6.7	6.7	3.3	2.5	2.2
Dinamarca	0.2	1.1	1.7	-0.8	-1.7	-1.3	39.5	39.8	40.3	7.6	7.6	7.6	6.1	5.8	5.6	1.0	1.5	1.9
Luxemburgo	0.0	1.3	1.7	1.4	0.4	0.4	22.4	23.2	24.3	4.8	4.9	5.1	6.3	6.2	6.2	3.6	3.6	3.6
Suíça	-0.4	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	44.9	43.4	42.3	9.5	9.4	9.1	3.8	3.8	3.7	1.4	1.4	1.7
Portugal	0.6	1.2	1.4	-2.6	-2.2	-1.8	129.7	129.0	125.0	1.0	1.1	1.5	11.1	10.3	10.2	1.1	1.3	1.5

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, Bp, 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	5.0	4.8	-3.5	0.7	2.2	11.3	12.3	11.3	78.3	82.4	85.2	-9.6	-8.7	-7.0	-1.2	-1.3	-1.7	38.4	35.3	34.4
México	2.8	4.1	3.7	2.1	1.7	2.2	3.9	4.3	4.1	56.0	56.1	55.8	-3.0	-2.6	-2.3	-3.3	-2.9	-2.7	42.0	42.4	42.7
Argentina	40.0	22.2	16.0	-2.0	3.0	3.3	9.0	8.6	8.5	51.8	51.1	51.2	-5.3	-5.5	-5.0	-2.7	-2.9	-2.9	31.7	32.5	33.8
Chile	3.8	2.8	3.0	1.6	2.0	2.5	6.5	6.9	6.9	44.4	48.7	50.3	-3.0	-3.0	-2.8	-1.8	-1.9	-1.9	64.7	68.3	69.0
R. Checa	0.7	1.9	2.0	2.5	2.5	2.6	3.9	4.9	5.1	39.8	38.8	37.8	0.0	-0.5	-0.5	1.9	1.0	0.8	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	1.7	2.0	2.8	3.0	3.2	6.3	8.2	7.7	53.1	54.0	54.0	-2.5	-3.0	-3.0	-0.3	-1.1	-1.5	70.7	68.1	64.6
Hungria	0.4	2.2	2.7	2.0	2.6	2.8	5.3	5.0	4.8	75.3	75.1	74.1	-1.8	-2.5	-2.3	5.2	4.0	3.7	103.4	96.3	86.4
Rússia	7.1	4.9	4.4	-0.5	1.2	1.5	5.5	5.7	5.6	17.1	17.9	18.6	-3.7	-3.0	-2.2	2.0	2.5	2.7	39.1	34.9	34.2
China	2.0	2.2	2.3	6.7	6.5	6.2	4.1	4.1	4.1	46.3	49.9	52.6	-3.1	-3.5	-3.5	2.5	2.1	2.0	10.2	9.6	9.8

Fontes: média simples de previsões mais recentes da OCDE, UE, FMI, Bp, Economist e outras instituições.
Nota: O uso de médias de várias previsões pode gerar valores incongruentes entre si.

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EUA	1.6%	2.5%	2.3%	1.3%	2.5%	2.0%
Zona Euro	1.7%	1.6%	1.7%	0.2%	1.5%	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	1.4
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
PIB	1.3	1.5	1.5
Défice Orçamental (PDE)	2.4	2.2	2.2
Taxa de inflação média	0.6	1.2	1.5
Taxa média de desemprego	11.1	10.1	9.5

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

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

02.Fev.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.08	1.04	1.03	1.04	1.10
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.06	1.02	1.05	1.10
USD/JPY	112.38	115.00	118.00	118.00	114.50
USD/JPY (Prev. BPI)	-	114.00	115.00	118.00	118.00
EUR/JPY	121.51	121.00	121.00	122.00	126.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	120.84	117.30	123.90	129.80
EUR/GBP	0.86	0.85	0.86	0.86	0.87
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.87	0.88	0.90	0.95
EUR/CHF	1.07	1.07	1.08	1.08	1.13
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.07	1.08	1.09	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

Taxas de Juro

02.Fev.17

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro 3 M										
EUR	-0.33%	-0.33%	-0.32%	-0.32%	-0.27%	-136	-139	-154	-171	-202
EUR (Prev. BPI)	-	-0.32%	-0.31%	-0.30%	-0.26%	-	-137	-141	-150	-176
USD	1.03%	1.06%	1.22%	1.39%	1.75%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	1.05%	1.10%	1.20%	1.50%	-	-	-	-	-
JPY	0.00%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-104	-109	-125	-142	-177
JPY (Prev. BPI)	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-	-105	-110	-120	-150
GBP	0.36%	0.37%	0.35%	0.35%	0.37%	-68	-69	-87	-104	-138
GBP (Prev. BPI)	-	0.36%	0.37%	0.38%	0.40%	-	-69	-73	-82	-110
CHF	-0.73%	-0.77%	-0.77%	-0.77%	-0.78%	-176	-183	-199	-216	-253
CHF (Prev. BPI)	-	-0.73%	-0.73%	-0.72%	-0.70%	-	-178	-183	-192	-220
Taxas de juro 10 A										
POR	4.10%	4.07%	4.35%	4.50%	4.75%	166	157	173	179	187
POR (Prev. BPI)	-	4.25%	4.50%	4.60%	4.75%	-	175	160	150	125
ALE	0.42%	0.41%	0.44%	0.51%	0.72%	-202	-209	-218	-220	-216
ALE (Prev. BPI)	-	0.45%	0.50%	0.60%	0.75%	-	-205	-240	-250	-275
EUA	2.45%	2.50%	2.62%	2.71%	2.88%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.50%	2.75%	3.00%	3.50%	-	-	-	-	-
JAP	0.11%	0.02%	0.02%	0.03%	0.04%	-234	-248	-260	-268	-284
JAP (Prev. BPI)	-	0.11%	0.11%	0.11%	0.12%	-	-239	-264	-289	-338
RU	1.38%	1.46%	1.50%	1.56%	1.74%	-107	-104	-112	-115	-114
RU (Prev. BPI)	-	1.38%	1.40%	1.40%	1.50%	-	-112	-135	-160	-200
SUI	-0.05%	-0.11%	-0.08%	0.01%	0.13%	-249	-261	-270	-270	-275
SUI (prev. BPI)	-	-0.05%	-0.05%	0.01%	0.05%	-	-255	-280	-299	-345

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-15	Nível actual 02-Fev-17	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0.25%-0.5%	0.5%-0.75%	14-Dez-15 (+25/+25 pb)	15-mar-17	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	09-mar-17	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>Balance Rate</i>	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	16-mar-17	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	01-mar-17	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	16-mar-17	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	-0.0075	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	16-mar-17	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	-0.35%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	15-fev-17	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	0.75%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	16-mar-17	-
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	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	14.25%	13.00%	11-Jan-17 (-75 bp)	22-fev-17	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.25%	5.75%	15-Dez-16 (+50 pb)	09-fev-17	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	08-fev-17	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	1.35%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	28-fev-17	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	30-mar-17	-

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

02.Fev.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.12	3.33	3.40	3.42	n.a.
USD/MXN	20.55	21.38	21.55	21.50	n.a.
USD/ARS	15.70	16.30	16.78	17.28	n.a.
EUR/CZK	27.02	27.00	27.00	26.50	n.a.
EUR/PLN	4.32	4.40	4.41	4.37	n.a.
EUR/HUF	309.25	311.50	312.50	310.50	n.a.
USD/RUB	58.53	61.00	61.23	61.63	n.a.
USD/CNY	6.83	7.00	7.10	7.13	n.a.

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

02.Fev.17

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	13.00%	12.35%	11.15%	10.15%	9.75%	1197	1129	993	876	800
MXN	5.75%	6.10%	6.40%	6.50%	6.70%	472	504	518	511	495
ARS	18.84%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1781	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CZK	0.28%	0.28%	0.28%	0.31%	0.41%	-75	-78	-94	-108	-134
PLN	1.63%	1.73%	1.74%	1.75%	1.89%	60	67	52	36	14
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	1.00%	-13	-16	-32	-49	-75
RUB	11.00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	997	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CNY	4.35%	4.35%	4.30%	4.30%	4.25%	332	329	308	291	250
Taxas de juro 10 A										
BRL	10.71%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	282	-	-	-	-
MXN	7.38%	7.44%	7.62%	7.61%	n.a.	215	-	-	-	-
ARS	7.70%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	452	-	-	-	-
CZK	0.39%	0.65%	0.69%	0.79%	1.24%	-3	-	-	-	-
PLN	3.78%	3.52%	3.58%	3.64%	4.01%	336	-	-	-	-
HUF	3.40%	3.30%	3.30%	3.35%	3.48%	298	-	-	-	-
RUB	9.68%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	141	-	-	-	-
CNY	3.25%	3.22%	3.25%	3.22%	3.13%	283	-	-	-	-

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, PLN, HUF e CNY resultam da comparação directa entre a yield do benchmark dos Bunds a 10 anos e a yield aqui apresentada. Os spreads de dívida de longo prazo de BRL, ARS, MXN e RUB são os calculados pela JP Morgan nos índices EMBI.

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Fevereiro e Março 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*

Endividamento do Sector Privado					
	2000	2008	2014	Varição 2008 a 2014	Varição 2000 a 2014
Chipre	306.2	287.8	348.3	60.5	42.1
Luxemburgo	:	362.8	342.2	-20.6	n.a.
Irlanda	:	236.6	263.3	26.7	n.a.
Holanda	206.5	216.1	228.9	12.8	22.4
Dinamarca	158.1	222.8	222.8	0.0	64.7
Suécia	138.2	189.9	194.4	4.5	56.2
Portugal	137.1	196.2	189.6	-6.6	52.5
Bélgica	113.8	162.2	181.4	19.2	67.6
Espanha	102.9	196.4	165.8	-30.6	62.9
Reino Unido	138.3	186.8	157.7	-29.1	19.4
Finlândia	93.0	132.0	150.0	18.0	57.0
Malta	:	152.9	146.4	-6.5	n.a.
França	99.0	122.2	143.2	21.0	44.2
Grécia	53.1	113.5	130.5	17.0	77.4
Áustria	121.7	127.5	127.1	-0.4	5.4
Bulgária	26.8	130.8	124.3	-6.5	97.5
Croácia	:	111.0	120.6	9.6	n.a.
Itália	75.8	113.8	119.3	5.5	43.5
Estónia	54.0	136.7	116.1	-20.6	62.1
Alemanha	122.7	109.4	100.4	-9.0	-22.3
Eslovenia	:	105.6	100.1	-5.5	n.a.
Letónia	:	104.6	96.4	-8.2	n.a.
Hungria	56.1	105.6	91.3	-14.3	35.2
Polónia	:	67.7	77.9	10.2	n.a.
Eslováquia	47.6	65.3	76.2	10.9	28.6
República Checa	57.0	63.7	72.7	9.0	15.7
Romênia	26.6	65.5	62.2	-3.3	35.6
Lituânia	30.1	76.7	52.5	-24.2	22.4
Valores não consolidados					
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-15.8	15.7

Fonte: Eurostat, OCDE.

Nota: Valores com base na informação do Eurostat, excepto valores não consolidados, com base na OCDE. A dívida do sector privado corresponde ao stock de passivos responsabilidade dos sectores das Empresas não financeiras (S.11) e Famílias e Organizações sem fins lucrativos ao serviços das famílias (S.14_S.15). São considerados os seguintes instrumentos: Dívida, Títulos de Dívida e Empréstimos (F3 e F4). A informação é apresentada numa base consolidada (com as excepções assinaladas) e em percentagem do PIB.

Um dos indicadores do MIP scoreboard (Macroeconomic Imbalances Procedure, conjunto de indicadores que pretende detectar desequilíbrios macroeconómicos no âmbito dos mecanismos da EU) é o stock de dívida do sector privado em percentagem do PIB, adoptando-se como nível de referência o patamar de 133%, assinalado para o último ano disponível.

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Fevereiro e Março de 2017***Fevereiro 2017**

EUA	1	Decisão de política monetária do FOMC
Reino Unido	2	Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra
Japão	2	Publicação das actas da reunião de 20 de Dezembro
EUA	15	Testemunho Humphrey-Hawkins

Março 2017

Reino Unido		Apresentação do OE2017 ao Parlamento
UEM	9	Reunião do BCE
União Europeia	10	Reunião do Conselho Europeu
EUA	15	Decisão de política monetária do FOMC
Holanda	15	Eleições gerais
EUA	15	Limite de dívida pública
Japão	16	Reunião do Banco do Japão
UEM	20	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas
Reino Unido		Limite para ser accionado o art.50 do Tratado de Maastricht

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

	2014					2015					2016					2017	
	Jan..	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.			
Contas Nacionais (Base 2010)																	
PIB	0.9%	1.6%	-	-	-	0.9%	-	-	-	1.6%	-	-	-	-	-		
Consumo privado	2.3%	2.6%	-	-	-	1.6%	-	-	-	1.9%	-	-	-	-	-		
Consumo público	-0.5%	0.8%	-	-	-	0.7%	-	-	-	0.5%	-	-	-	-	-		
Investimento	5.1%	4.6%	-	-	-	-2.1%	-	-	-	-3.1%	-	-	-	-	-		
Exportações	4.3%	6.1%	-	-	-	1.8%	-	-	-	5.4%	-	-	-	-	-		
Importações	7.8%	8.2%	-	-	-	1.4%	-	-	-	3.5%	-	-	-	-	-		
Preços e salários																	
Taxa de inflação média (%)	-0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6		
Taxa de inflação homóloga (%)	-0.4	0.4	0.8	0.5	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.9	0.9	0.9		
Taxa de inflação harmonizada (%)	-0.3	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.7	0.7	0.8	0.7	1.1	1.1	0.5	0.9	-		
Inflação de bens (taxa harmonizada)	-1.3	-0.1	0.2	-0.5	-0.4	-0.7	-0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.6	-		
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	1.1	0.9	1.3	1.1	1.7	1.8	1.6	1.4	1.5	2.3	1.2	1.3	1.3	1.3	-		
Var. de salários sector privado (tx. anualizada; %)	1.0	1.2	1.2	4.1	1.5	3.3	2.1	1.4	1.4	1.4	-	-	-	-	-		
Nível de actividade																	
Indicador coincidente do BDP (tvh)	0.2	1.8	1.7	1.4	0.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	-		
Índice de produção industrial (tvh)	-1.1	0.8	0.6	2.0	-0.3	3.1	-1.7	1.2	-1.1	1.7	0.5	-0.4	1.9	5.1	-		
Índice de confiança na indústria	-2.8	-2.2	0.7	-0.3	-2.4	-2.1	-1.4	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8	0.5	1.0	0.6	1.6		
Índice de confiança dos consumidores	-15.8	-10.9	-9.7	-14.2	-12.5	-12.2	-12.1	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6	-10.8	-7.7	-5.3	-7.0		
Índice de confiança no sector da construção	-39.0	-34.7	-33.4	-34.3	-33.1	-33.3	-32.7	-33.4	-32.0	-32.0	-29.6	-30.1	-30.2	-28.6	-29.1		
Índice de confiança no comércio e retalho	-0.2	2.1	-1.4	-0.1	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.6	1.0	1.3	3.1	2.9	1.4	2.4		
Vendas a retalho (tvh)	2.7	-0.6	0.2	4.1	1.5	2.3	0.5	3.9	4.0	3.0	2.9	3.8	4.7	3.9	-		
Vendas de automóveis (tvh)	37.9	10.4	17.7	26.0	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8	10.6	8.9	23.5	29.3	-		
Vendas de cimento (tvh)	-9.2	7.3	-15.8	1.7	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0	-3.0	-3.8	0.8	4.1	-		
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	10.5	7.5	9.9	15.8	21.4	6.3	8.5	9.5	7.7	4.2	7.3	12.4	-	-	-		
Taxa de desemprego (%)	13.5	12.2	-	-	12.4	-	-	10.8	-	-	10.5	-	-	-	-		
Exterior																	
Balança corrente (ytd; M.E.)	110.3	754.9	-368.6	-788.8	-392.4	-403.2	-1331.1	-1540.0	-486.0	4.2	216.8	1031.7	879.4	-	-		
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-10780.1	-10400.6	-688.4	-1376.8	-2439.1	-3168.7	-4103.3	-5027.3	-5608.6	-6779.1	-7709.9	-8572.1	-9362.8	-	-		
Exportações mercadorias (tvh)	1.6	3.7	-2.6	-0.4	-1.5	-1.7	-1.4	-1.5	-2.0	-1.3	-0.4	-0.7	0.0	-	-		
Excluindo Combustíveis (tvh)	4.1	4.3	-1.5	1.3	0.6	0.8	1.1	1.1	0.4	1.1	1.9	1.2	1.8	-	-		
Importações mercadorias (tvh)	3.5	2.2	-1.7	1.5	1.0	-0.9	-1.5	-1.4	-2.2	-0.9	-0.5	-0.7	0.2	-	-		
Excluindo Combustíveis (tvh)	6.3	7.0	4.7	5.9	5.2	4.1	4.6	4.4	3.3	4.3	4.3	3.7	4.3	-	-		
Balança financeira (M.E.- ytd)	3013.5	2929.7	-681.8	-1372.8	-479.1	-63.1	-646.9	-1090.5	540.9	1457.3	1462.3	2806.8	2848.5	-	-		
Invest. directo em Port. (M.E.- ytd)	7146.7	-377.4	72.9	381.4	678.2	884.0	982.7	1438.1	1658.6	2122.6	1846.7	2158.9	5957.3	-	-		
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	9836.2	577.7	404.8	1488.7	2672.3	2594.0	3211.5	4317.2	4617.8	5216.4	4695.9	5111.4	2554.1	-	-		
Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)	4475.1	-9297.1	-1787.9	-1956.3	-1368.6	-1703.7	-1899.2	-337.4	518.7	840.2	-239.6	383.2	-295.8	-	-		
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	1233.8	-11017.0	-1514.3	2677.5	-55.9	746.8	1346.9	3709.2	4850.6	2000.1	1593.6	5023.9	9046.9	-	-		
Finanças públicas																	
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	13.305.0	8.537.0	-304.0	-250.0	353.0	1.276.0	125.0	2.692.0	5.167.0	4.394.0	3.877.0	5.586.0	5.274.0	-	-		

Fontes: Dados compilados pelo BPT a partir de publicações do Banco de Portugal e INE. Nota: os dados anuais correspondem a valores de final de 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

	2014					2015					2016					2017			
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Jan.	Dez.	Jan.	Fev.	
Matérias Primas																			
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	55.76	35.75	38.72	46.36	48.31	48.42	41.01	46.18	47.71	46.69	49.86	55.41	54.68	-	-	-	-	-	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-8.5	-4.2	-3.9	-4.5	-1.1	6.0	6.9	4.2	-	13.3	21.0	-	-	-	-	-	-
Custos laborais																			
EUA	2.7	2.7	2.4	-	-	3.1	-	-	2.9	-	-	1.9	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	1.2	1.6	1.6	-	-	1.0	-	-	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	0.9	0.0	1.5	0.0	-0.1	1.4	1.2	0.0	-4.5	0.1	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxas de juro de curto prazo																			
EUA	0.26	0.61	0.63	0.64	0.69	0.65	0.76	0.84	0.85	0.88	0.93	1.00	1.03	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	0.06	-0.13	-0.22	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.34	-0.34	-	-	-	-	-	-
Japão	0.11	0.08	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-0.07	-0.05	-0.01	-	-	-	-	-	-
Taxas de juro de longo prazo																			
EUA	2.17	2.27	1.92	1.73	1.83	1.47	1.45	1.58	1.59	1.83	2.38	2.44	2.45	-	-	-	-	-	-
Alemanha	0.54	0.63	0.33	0.11	0.14	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	0.16	0.28	0.21	0.44	-	-	-	-	-	-
Japão	0.33	0.27	0.10	-0.06	-0.11	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-0.05	0.03	0.05	0.09	-	-	-	-	-	-
Taxas de câmbio efetivas																			
EUA (+ valorização;-depreciação)	8.4	10.7	10.8	8.5	4.4	3.7	5.2	4.2	1.3	3.2	4.0	4.5	2.2	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-5.2	-5.6	1.1	1.2	5.6	3.5	3.0	3.9	1.4	1.3	3.5	4.4	1.9	0.4	-	-	-	-	-
Japão	-7.9	6.9	5.7	10.9	9.2	10.6	16.5	24.2	21.1	19.6	18.2	12.4	7.0	5.5	-	-	-	-	-
Preços no produtor																			
EUA	-0.6	-2.7	-1.2	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-2.0	-0.1	0.6	0.5	1.9	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-2.7	-2.9	-3.0	-4.1	-4.0	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5	-0.4	0.1	1.6	-	-	-	-	-
Japão	1.8	-3.6	-3.3	-3.5	-3.9	-4.3	-4.4	-4.3	-4.0	-3.2	-2.7	-2.2	-1.2	-	-	-	-	-	-
Preços no consumidor																			
EUA	0.8	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1.0	1.1	1.5	1.6	1.7	2.1	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-0.2	0.2	0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8	-	-	-	-	-
Japão	2.4	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	0.1	0.5	0.3	-	-	-	-	-	-	-
Massa monetária																			
EUA (M2)	5.9	5.7	6.2	5.7	6.1	6.5	6.8	6.9	7.0	7.2	7.3	7.1	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro (M3)	3.8	4.7	5.1	5.1	5.2	4.8	4.9	5.1	5.1	4.5	4.8	5.0	-	-	-	-	-	-	-
Japão (M2)	3.6	3.1	3.2	3.2	3.2	3.4	3.4	3.5	3.4	3.7	3.9	4.0	-	-	-	-	-	-	-

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

	2014				2015				2016				2017	
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Crescimento do Produto														
EUA (anualizado)	2.3	0.9	-	0.8	-	1.4	-	-	3.5	-	-	1.9	-	-
Zona Euro (q/q)	0.4	0.5	-	0.5	-	0.3	-	-	0.4	-	-	0.5	-	-
Japão (q/q)	0.5	-0.4	-	0.7	-	0.5	-	-	0.3	-	-	-	-	-
Desemprego														
EUA	5.6	5.0	4.9	4.9	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	-	-
Zona Euro	11.3	10.5	10.4	10.4	10.2	10.1	10.0	10.0	9.8	9.7	9.7	9.6	-	-
Japão	3.4	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	-	-
Confiança das Empresas														
EUA - Índice de confiança PME	100.3	95.2	93.9	92.9	92.6	93.8	94.5	94.6	94.4	94.1	94.9	105.8	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-4.9	-2.0	-3.1	-4.1	-3.6	-3.7	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8	-0.7	-1.1	0.0	0.8
Japão - Índice Tankan (global)	15.0	18.0	-	17.0	-	17.0	-	-	16.0	-	-	16.0	-	-
Confiança dos Consumidores														
EUA - Índice da Universidade de Michigan	93.6	92.6	92.0	91.7	91.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2	87.2	93.8	98.2	98.5
Índice do Conference Board	93.1	96.3	97.8	94.0	96.1	94.7	97.4	96.7	101.8	103.5	100.8	109.4	113.3	111.8
Zona Euro - Índice do Eurostat	-11.0	-5.7	-6.3	-8.8	-9.7	-7.0	-7.2	-7.9	-8.5	-8.2	-8.0	-6.2	-5.1	-4.9
Japão - Índice do ESRI	38.3	41.8	42.1	39.7	41.6	40.7	42.5	41.6	42.6	43.0	42.0	40.5	42.5	43.0
Indicador Avançado da OCDE														
EUA	109.9	110.6	110.7	110.8	111.0	111.2	111.4	111.8	112.0	112.2	-	-	-	-
Zona Euro	102.5	103.9	104.0	104.0	104.1	104.2	104.3	104.4	104.5	104.7	-	-	-	-
Japão	104.4	105.3	105.3	105.3	105.4	105.4	105.6	105.6	105.8	105.9	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial														
EUA - ISM manufacturas	54.9	47.9	48.6	49.7	51.7	50.7	51.0	52.3	49.4	51.7	52.0	53.5	54.5	56.0
PMI manufacturas	50.6	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	51.7	52.6	53.5	53.7	54.9	55.2
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	101.9	101.6	102.8	101.9	102.3	103.2	101.9	103.1	103.3	103.3	103.3	103.6	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)														
EUA	3.5	-2.3	-1.4	-1.4	-2.0	-1.4	-1.3	-0.6	-0.9	-1.1	-0.7	-0.7	0.5	-
Zona Euro	1.0	0.8	3.6	0.9	-0.2	1.9	0.5	0.8	-0.3	2.4	1.4	0.8	3.0	-
Japão	-0.1	-2.1	-4.2	-1.2	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	4.5	1.5	-1.4	4.6	3.0
Vendas a Retalho (t.v.h.)														
EUA	3.6	2.9	2.8	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	2.2	3.3	4.2	3.9	4.1
Zona Euro	3.2	2.5	2.2	2.4	2.0	1.7	2.0	1.8	2.0	1.2	1.1	2.7	2.2	-
Japão	-1.4	-3.1	-4.3	-2.7	-5.1	-4.0	-5.2	-5.5	-5.3	-3.3	-4.7	-4.7	-0.4	-1.5
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)														
EUA	-752.2	-762.6	-63.7	-129.0	-186.3	-244.7	-307.2	-433.4	-493.6	-550.7	-613.9	-680.6	-	-
Zona Euro	182.0	238.7	236.9	235.9	245.6	252.6	258.8	263.3	258.5	265.7	272.6	269.5	272.5	-
Japão	-12,874.9	-2,739.1	167.2	351.1	635.0	1,021.2	1,286.3	1,636.7	1,925.3	2,280.3	2,584.0	3,013.0	3,479.2	3,835.9

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-jan-17	1.0465	122.92	0.8514	1.0711	117.46
03-jan-17	1.0385	122.75	0.8457	1.0702	118.20
04-jan-17	1.0437	122.64	0.8495	1.0707	117.51
05-jan-17	1.0501	122.38	0.8544	1.0704	116.54
06-jan-17	1.0589	122.83	0.8565	1.0725	116.00
09-jan-17	1.0516	122.66	0.8666	1.0721	116.64
10-jan-17	1.0567	122.84	0.8694	1.0737	116.25
11-jan-17	1.0503	122.14	0.8673	1.0721	116.29
12-jan-17	1.0679	121.69	0.8684	1.0742	113.95
13-jan-17	1.0661	121.91	0.8755	1.0728	114.35
16-jan-17	1.0594	120.91	0.8781	1.0709	114.13
17-jan-17	1.0684	121.10	0.8679	1.0712	113.35
18-jan-17	1.0664	121.05	0.8683	1.0706	113.51
19-jan-17	1.0668	122.23	0.8656	1.0729	114.58
20-jan-17	1.0632	122.47	0.8660	1.0727	115.19
23-jan-17	1.0715	121.72	0.8615	1.0727	113.60
24-jan-17	1.0748	121.85	0.8635	1.0738	113.37
25-jan-17	1.0743	121.79	0.8532	1.0732	113.37
26-jan-17	1.0700	122.40	0.8514	1.0693	114.39
27-jan-17	1.0681	123.01	0.8517	1.0689	115.17
30-jan-17	1.0630	121.76	0.8494	1.0669	114.54
31-jan-17	1.0755	121.94	0.8611	1.0668	113.38
Var. Mês %	2.77	-0.80	1.13	-0.40	-3.47
Var. em 2017 %	2.77	-0.80	1.13	-0.40	-3.47
Média mensal	1.0614	122.14	0.8610	1.0714	115.08

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

01.Fev.17

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.41%	-0.38%	-0.34%	-0.24%	-0.10%
USD	0.69%	0.78%	1.03%	1.35%	1.71%
JPY	-0.01%	-0.01%	-0.01%	0.02%	0.13%
GBP	0.23%	0.26%	0.36%	0.53%	0.77%
CHF	-0.78%	-0.79%	-0.73%	-0.66%	-0.51%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2014			2015			2016						2017				
	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ag.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fe.	Mar.					
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	270,360	264,641	263,611	266,064	267,414	268,430	270,115	268,738	265,999	263,090	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-118	2,840	1,956	1,824	1,772	87	2,972	281	-2,733	-258	-	-	-	-	-	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas																	
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	0	1,466	1,324	1,124	2,333	0	2,057	1,112	836	0	-	-	-	-	-	-
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	1,115	998	1,100	1,991	999	2,354	1,567	2,730	1,367	1,750	0	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	584	22	190	0	0	0	1	0	0	34	-	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	34,151	33,523	33,291	33,937	33,667	33,651	33,607	33,011	33,058	32,436	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	279	1,170	-311	634	-268	-29	-13	-595	44	-655	-	-	-	-	-	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)																	
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	58,995	51,768	50,614	50,753	50,492	49,669	49,596	49,342	48,304	47,508	-	-	-	-	-	-	-
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	547	-235	-238	192	-223	-237	-88	-260	-1,068	-787	-	-	-	-	-	-	-
Dívida Pública Transacionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)	109,957	119,879	125,746	127,121	129,047	129,548	132,103	132,971	131,271	131,685	131,258	-	-	-	-	-	-
BT's	16,242	15,023	14,855	14,165	15,054	14,523	16,090	15,699	17,065	15,429	15,136	-	-	-	-	-	-
OT's	92,400	103,865	108,188	109,555	110,593	111,679	111,466	112,726	109,659	110,210	110,076	-	-	-	-	-	-
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	-	-	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	1,264	940	2,652	3,350	3,349	3,295	4,496	4,495	4,496	5,995	5,995	-	-	-	-	-	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	8,289	5,745	4,348	5,438	5,952	5,870	6,800	5,054	4,880	4,880	3,109	-	-	-	-	-	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	76,829	78,106	-	-	72,475	-	-	70,578	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	-	-	0.8	-	-	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP. ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	126	141	60	114	116	109	136	285	277	121	87	-	-	-	-	-	-

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

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

2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central, inclui certificados de aforbo.

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

02.Fev.17

Título	Maturidade	Saldo vivo (10⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
Ots 10 Anos 07	2017-10-16	6,268	0	8	4.350%	103.11	0.70	-0.149%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	7,852	1	4	4.450%	105.92	1.33	0.072%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	4	4.750%	109.45	2.23	0.682%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	3	4	4.800%	111.16	3.08	1.370%
Ots 15 Anos 05	2021-04-15	13,640	4	2	3.850%	107.32	3.79	2.009%
Ots 7 Anos 15	2022-10-17	4,581	5	8	2.200%	97.04	5.24	2.768%
Ots 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	8	4.950%	109.40	5.67	3.361%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	0	5.650%	112.29	5.58	3.636%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	8	8	2.875%	90.54	7.54	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	8	11	2.875%	90.54	7.80	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	0	3.875%	93.08	9.53	4.592%
Ots 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	2	4.100%	90.70	12.69	4.831%
Ots 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	0	4.100%	85.96	15.82	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

	02.02.2017	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	3,258.9	-1.8	11.8	-1.2	21.6	2016-02-11	-2.8	2017-01-26	10.1	14.0
DJ EURO STOXX	349.4	-1.1	11.3	-0.3	22.8	2016-02-11	-2.4	2017-01-26	11.0	14.4
DJ EUROPE STOXX 50	3,004.9	-0.9	6.2	-0.6	17.0	2016-02-11	-2.2	2017-01-11	5.8	14.6
DJ EUROPE STOXX	363.2	-0.1	8.1	0.4	19.9	2016-02-11	-1.7	2017-01-26	8.4	14.9
MSCI EUROPE	1,471.6	0.2	8.6	0.2	22.4	2016-02-11	5.7	2016-11-25	12.4	n.a.
BBG US INTERNET	131.6	6.6	10.2	6.6	48.9	2016-02-08	-1.7	2017-01-26	34.2	25.7
FTSE 100	7,107.7	-0.4	7.1	-0.4	29.4	2016-02-11	-3.3	2017-01-16	20.1	14.5
DAX	11,659.5	0.2	14.6	1.3	33.6	2016-02-11	-2.3	2017-01-26	21.3	13.6
CAC 40	4,794.6	-1.8	10.8	-1.4	23.2	2016-02-11	-2.7	2017-01-03	11.9	14.3
PSI-20	4,467.9	-5.6	-4.1	-4.4	7.1	2016-06-24	-14.4	2016-03-21	-10.2	15.4
IBEX 35	9,330.8	-0.9	12.8	-0.2	23.1	2016-06-27	-3.0	2017-01-26	9.4	13.5
DOW JONES INDUST.	19,890.9	0.6	8.6	0.6	28.3	2016-02-11	-1.2	2017-01-26	23.1	16.6
S&P 500	2,279.6	1.8	5.7	1.8	25.9	2016-02-11	-0.9	2017-01-26	19.8	17.5
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,642.7	4.8	9.8	4.8	34.0	2016-02-11	-0.5	2017-01-26	24.9	21.2
S&P UTILITIES	544.7	1.2	9.2	1.2	30.1	2016-02-11	-2.4	2017-01-26	27.7	18.1
S&P FINANCIALS INDEX	387.2	0.2	22.8	0.2	47.3	2016-02-11	-2.0	2017-01-26	36.5	13.9
NIKKEI 225	18,914.6	-1.0	15.4	-1.0	27.3	2016-06-24	-3.6	2017-01-05	6.6	18.6
BOVESPA	64,836.1	8.8	15.4	7.7	68.0	2016-02-02	-2.6	2017-01-26	68.0	12.9
MSCI WORLD	1,383.6	1.4	7.3	1.4	23.9	2016-02-11	3.7	2016-11-25	16.6	n.a.
DJ EUROPE TELECOM	282.0	-4.8	-5.7	-4.3	4.2	2016-12-02	-18.4	2016-02-02	-16.4	16.0

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	02.02.2017	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 BANK	175.6	2.1	38.3	2.7	50.4	2016-07-06	-3.9	2017-01-26	18.4	12.0
DJ EUROPE TECHNLOGY	373.7	2.0	7.1	2.6	27.9	2016-02-11	-0.4	2017-01-26	14.1	20.0
DJ EUROPE INDUSTRIAL	475.4	1.5	11.6	2.0	31.6	2016-02-11	-1.2	2017-01-26	20.6	17.3
DJ EUROPE INSURANCE	268.0	-1.1	21.0	-0.7	31.4	2016-07-06	-2.9	2017-01-04	7.8	11.0
DJ EUROPE MEDIA	275.2	-2.7	-0.0	-2.3	10.4	2016-06-27	-8.3	2016-03-30	-5.9	16.1
DJ EUROPE FINANCIAL	430.9	2.9	11.2	3.4	25.1	2016-06-27	-1.0	2017-01-26	9.8	15.4
DJ EUROPE OIL&GAS	309.8	-4.3	15.4	-3.6	38.8	2016-02-11	-6.0	2017-01-03	28.5	15.0
DJ EUROPE UTILITY	264.1	-5.0	-10.0	-4.4	4.2	2016-11-21	-12.8	2016-07-26	-10.6	13.3
DJ EUROPE AUTO	553.8	-0.5	17.6	0.9	35.9	2016-07-06	-4.5	2017-01-26	18.8	8.3
DJ EUROPE CONSTRUCT	431.3	1.0	12.0	1.4	32.0	2016-02-09	-1.9	2017-01-25	17.2	17.5
DJ EUROPE HEALTHCARE	713.0	-1.6	-7.7	-1.2	8.0	2016-11-04	-9.0	2016-08-01	-4.2	15.7
DJ EUROPE PR & HO GOODS	783.5	1.7	1.9	1.9	15.6	2016-02-11	-1.3	2017-01-26	n.a.	18.3
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	233.5	-0.3	5.5	-0.1	15.3	2016-06-27	-7.7	2016-03-02	n.a.	15.2
DJ EUROPE BAS:RESR	437.2	10.7	39.6	10.9	117.6	2016-02-11	-2.6	2017-01-25	n.a.	13.7
DJ EUROPE FOOD&BEV	602.3	-1.0	-6.3	-0.8	6.6	2016-12-02	-8.4	2016-09-05	-5.8	19.4
DJ EUROPE CHEMICAL	868.6	0.9	13.8	1.5	26.5	2016-02-11	-1.8	2017-01-27	n.a.	17.1
DJ EUROPE RETAIL	308.3	-2.6	3.9	-2.1	12.6	2016-06-27	-6.9	2016-03-10	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	124.9	2.9	10.4	2.9	25.9	2016-02-11	-4.3	2016-12-12	19.1	7.7
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	849.4	5.1	11.0	5.1	35.5	2016-02-08	-0.8	2017-01-27	26.1	17.5
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	673.7	4.0	5.4	4.0	25.6	2016-02-08	-1.1	2017-01-26	16.1	18.8
S&P CONSUMER STAPLES	536.4	0.9	-4.2	0.9	7.1	2016-02-11	-6.6	2016-07-14	4.1	19.8
S&P ENERGY	530.3	-4.4	8.3	-4.4	34.1	2016-02-11	-7.6	2016-12-13	28.5	30.9
S&P HEALTH CARE	819.9	2.9	-5.9	2.9	13.1	2016-02-08	-6.7	2016-08-01	8.1	14.9
S&P MATERIALS	328.3	5.2	8.5	5.2	36.1	2016-02-02	-1.9	2017-01-26	34.6	18.2
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	169.2	-4.2	-6.0	-4.2	10.9	2016-11-14	-8.7	2016-07-05	7.3	13.8

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities

	Preços						Variação					
	Peso	01.Fev.17	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	31.dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	194.3	193.7	186.8	179.1	164.0	193.7		0.3%	4.0%	8.5%	18.5%
CRB Energia												
Petróleo		53.8	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9		12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
Heating oil		167.6	150.4	150.4	150.4	150.4	150.4		11.5%	11.5%	11.5%	11.5%
Gas natural		3.1	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3		38.8%	38.8%	38.8%	38.8%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1215.6	1151.7	1308.2	1364.4	1127.3	1151.7		5.5%	-7.1%	-10.9%	7.8%
Platina		1008.4	901.6	1001.8	1172.1	855.7	901.6		11.8%	0.7%	-14.0%	17.8%
Prata		17.7	16.0	18.7	20.7	14.3	16.0		10.4%	-5.6%	-14.7%	23.6%
CRB Agrícola												
Milho		367.5	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0		-3.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
Sementes de soja		1034.5	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5		13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
Trigo		431.0	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0		-17.0%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
CRB Alimentares												
Cacau		2109.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0		-37.3%	-37.3%	-37.3%	-37.3%
Café		150.2	114.3	114.3	114.3	114.3	114.3		31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
Sumo de laranja		171.4	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8		60.4%	60.4%	60.4%	60.4%
Açúcar		21.0	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8		42.1%	42.1%	42.1%	42.1%
CRB Industriais												
Cobre		271.4	233.1	233.1	233.1	233.1	233.1		16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
Algodão		77.1	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6		25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
CRB Gado												
Bovino		115.6	119.0	105.4	116.2	135.7	119.0		-2.9%	9.7%	-0.6%	-14.8%
Suíno		69.4	66.2	47.8	68.9	64.2	66.2		5.0%	45.2%	0.7%	8.1%

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