

Análise Mensal

10 de Abril de 2017

Mercados Financeiros

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

INCERTEZA POLÍTICA LIMITA OPTIMISMO...NO CURTO PRAZO

- ▶ Os indicadores económicos globais confirmam que o maior dinamismo registado no final de 2016 se mantém, e se tem reforçado, nos primeiros meses deste ano. Num contexto financeiro que permanece favorável e de suporte ao crescimento, as tendências de revisão de cenários de Primavera (FMI no final de Abril) serão no sentido ascendente. O adiamento de expectativas relativamente à implementação de estímulos fiscais nos EUA (devido a dificuldades sentidas pela Administração Trump) sustenta a previsão de que a tendência de aceleração económica global possa ser prolongada em 2018, na medida em que suporta expectativas mais favoráveis.
- ▶ Nos países pertencentes à UEM, os indicadores prospectivos de actividade e confiança apontam para um ritmo de crescimento significativo no primeiro trimestre – algumas estimativas apontam para 0.6% de expansão trimestral – o que, a confirmar-se, reforçaria a probabilidade de um cenário de aceleração ligeira do PIB este ano, por contraste com a previsão generalizada de estabilização ou até de um ligeiro recuo (devido ao impacto do Brexit, que tarda em materializar-se). Entretanto, o destaque vai para a taxa de inflação, que recuou (em termos globais e excluindo os itens mais voláteis) em Março sobretudo graças a factores de calendário, que deverão ser revertidos em Abril. A correcção poderá ser significativa se os preços do petróleo se mantiverem pressionados em torno dos 55 USD/brl, condicionando de novo as expectativas de mercado relativamente à política monetária na Europa.
- ▶ Existe uma incerteza significativa quanto ao andamento da cotação de referência no mercado cambial (EUR/USD), apostando-se na possibilidade de se manter alguma ausência de direcção. Por um lado, o adiamento do plano de cortes fiscais nos EUA veio fragilizar o dólar, na medida em que a acontecer, será um factor fundamental para consolidar a retoma económica. Em contrapartida, os sinais de maior robustez na Europa implicaram o reajustamento das expectativas de mercado relativamente à política monetária do BCE, conferindo impulso ao euro (embora recentemente menos vincado pelo recuo da taxa de inflação). Finalmente, a existência de importantes actos eleitorais na Europa retira também visibilidade e tolda as expectativas, favorecendo um cenário de ausência de direcção. Todavia acreditamos que a concretização de um cenário Macron em França conferiria um suporte adicional ao euro, pelo menos a curto prazo. A médio prazo, serão os diferenciais esperados das taxas de juro que moldarão a tendência.
- ▶ As autoridades monetárias europeias vieram desmontar os argumentos dos que sugeriam haver uma probabilidade elevada de aumento das taxas de referência pelo BCE ainda este ano. A validade da contra-argumentação foi reforçada pelo inesperado recuo da inflação de Março (mas que deverá ter uma natureza temporária). A especulação em torno desta matéria vai prolongar-se, podendo gerar volatilidade sobretudo nos mercados de dívida pública. No nosso cenário central admitimos que o BCE anunciará, no segundo semestre, a extensão do programa de QE, possivelmente até Junho de 2018, com nova redução dos montantes de aquisição. Quanto à alteração das taxas directoras, a taxa de juro dos depósitos dos bancos junto da autoridade monetária poderá ser ajustada durante o próximo ano, medida que visaria sobretudo retirar pressão sob as contas de resultados dos bancos europeus, sem impacto substancial nos níveis das taxas de juro de mercado; todavia, o aumento da taxa de referência principal não deverá ocorrer antes de 2019.
- ▶ O mercado de taxa fixa Europeu continua condicionado por factores de incerteza, centrados nos resultados das eleições Presidenciais francesas em Abril/Maio. Acreditamos que, ultrapassadas estas eleições, num cenário de derrota da candidata Le Pen, o mercado se centrará de novo nos factores fundamentais, que apontam para o robustecimento do cenário de crescimento e inflação, pressionando as *yields*. Para tal será também fundamental o comportamento da taxa de inflação na região do euro. O prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos face ao *Bund* parece estar a estabilizar em torno dos 350-370 pontos base. Em final de Março o BCE tinha no seu balanço 26 MME em OT's, equivalente a cerca de 24% do saldo vivo deste instrumento. Com base nos últimos dados disponíveis relativos à dívida portuguesa que o BCE detém ao abrigo do programa SMP, o limite de 33%, as compras até Março e a previsão do IGCP para a emissão de OT's em 2017, estima-se que o montante disponível para ser adquirido até ao final do ano é de, aproximadamente, 4.2 mme, implicando a redução do ritmo de compras para cerca de 0.5 MME.
- ▶ Os principais índices bolsistas registam um compasso de espera, reflectindo a maior incerteza no panorama político imediato na Europa e a desilusão relativamente à implementação das políticas fiscais expansionistas pela Administração Trump. O mercado continua atento aos desenvolvimentos macroeconómicos, por forma a confirmar expectativas de resultados robustos nas empresas, sobretudo nos EUA, onde as valorizações são mais significativas. Neste contexto, surpresas negativas a nível de dados económicos poderão contribuir para moderar as tendências ou mesmo funcionar como mote para uma tomada de proveitos.
- ▶ Nesta publicação destaca-se um artigo de opinião relativo às eleições presidenciais em França, descrevendo as opções de política económica dos principais candidatos. O segundo artigo faz uma análise breve à situação económica actual e prospectiva de Moçambique, na sequência da nossa visita ao país. Nos restantes temas tratados destaca-se uma análise sob as tendências de inflação na zona euro e uma nota relativa às contas públicas em Portugal.

Incerteza política limita optimismo...no curto prazo

A aproximação das eleições Presidenciais em França (apesar da aparentemente estreita possibilidade de eleição de Marine Le Pen) e a activação do Artigo 50 do Tratado de Lisboa por Theresa May justificam um renovado enfoque nos factores políticos como condicionantes do sentimento do mercado. Mas outros desenvolvimentos têm explicado uma menor visibilidade, sobretudo relativamente às políticas dos bancos centrais, temperando o optimismo anterior. Na UEM, inflação abaixo do esperado justificou de novo o adiamento das expectativas de normalização de política monetária; nos EUA, a dificuldade do Presidente Trump em implementar as suas políticas faz prever que, quando muito, o choque fiscal será apenas uma história de 2018. Neste contexto, até à ultrapassagem do acto eleitoral em França, o sentimento permanecerá muito cauteloso, beneficiando os activos de menor risco. Posteriormente, a probabilidade de que se afirme um cenário mais positivo é significativa.

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	
COMO SE EXPLICAM AS RECENTES TENDÊNCIAS DE USD E GBP?	09
INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR?	11
PORTUGAL – DÉFICE CAIU PARA 2.1% DO PIB EM 2016	14
REDUZIR A DÍVIDA E CRESCER DE MANEIRA SUSTENTADA - SIM, É POSSÍVEL	17
ECONOMIAS	
EUA – DADOS INDICAM CRESCIMENTO MODESTO NO 1^oT, MAS MERCADO DE TRABALHO SÓLIDO	21
ZONA EURO - DESACELERAÇÃO DO RITMO DE CRESCIMENTO DOS PREÇOS EM MARÇO TERÁ SIDO PONTUAL	22
ANGOLA - DADOS FAZEM ANTEVER RECUPERAÇÃO ECONÓMICA EM 2017	23
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
BREXIT E A LIBRA	25
MERCADO MONETÁRIO	
NORMALIZAÇÃO DE PM NOS EUA	26
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
APROXIMAÇÃO DE NÍVEIS NEUTRAIS NO MLP	27
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
REDUÇÃO DE COMPRAS NO BCE E PERSPECTIVAS MENOS BOAS NOS EUA FARÃO AUMENTAR RISCO	28
MERCADOS ACCIONISTAS	
MERCADOS GENERICAMENTE <i>BULLISH</i> , MAS EXPECTANTES	29
MERCADO DE COMMODITIES	
O PREÇO DO PETRÓLEO CORRIGIU, AJUDADO PELO DÓLAR	30
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	31
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	32
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	33
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	34
OPINIÃO	
FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA	35
ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO	46
BASES DE DADOS	
	51

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	<p>Os indicadores económicos globais confirmam que o maior dinamismo registado no final de 2016 se mantém, e se tem reforçado, nos primeiros meses deste ano. Num contexto financeiro que permanece favorável e de suporte ao crescimento, as tendências de revisão de cenários de Primavera (FMI no final de Abril, Comissão Europeia e OCDE posteriormente) serão no sentido ascendente. O adiamento de expectativas relativamente à possibilidade de implementação de estímulos fiscais nos EUA (devido a dificuldades sentidas pela Administração Trump na implementação das suas propostas) sustenta a previsão de que a tendência de aceleração económica global possa ser prolongada em 2018.</p> <p>As principais revisões deverão afectar as economias desenvolvidas, com destaque para a região do Euro, mas também alguns mercados emergentes (sobretudo 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 protecção 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 uma 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 enviesados em sentido descendente:</p> <ul style="list-style-type: none"> Brexit - consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de protecção, perturbações políticas e contágio a outros países europeus. Eleições na Europa - França (Abril e Maio), que se afigura como a ameaça mais perigosa, e Alemanha (Setembro). Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu. Grécia - há ainda desacordo quanto à libertação da <i>tranche</i> da segunda avaliação do resgate, e quanto à participação do FMI no mesmo; mantendo-se este impasse, juntamente com as questões da reestruturação da dívida a ele associados, há novo perigo de esgotamento de fundos, com um reembolso avultado de dívida a ocorrer em Julho, apenas 2 meses antes das eleições alemãs. Ainda assim, continuam a existir negociações, o que é positivo para evitar a quebra de relações com os credores. Sector bancário - apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália, Portugal; China - abrandamento pode surpreender dados alguns desequilíbrios (endividamento interno, em particular das entidades públicas locais) Economias emergentes - o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais. 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.
EUA	<p>PIB 4T16 - Segundo a 3ª estimativa do PIB no 4º trimestre, a economia cresceu 2.1% 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 subjugarão 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, havendo já alguma desilusão quanto à capacidade de implementação de políticas, devido à não aprovação da reforma dos cuidados de saúde. É possível que o aumento de confiança gerado pelas boas expectativas da presidência Trump tenha o seu próprio efeito no crescimento, 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. No entanto, a dificuldade de negociação e complexidade das matérias fiscais deverá implicar um processo demorado, o que atira qualquer plano de expansão orçamental baseada em infraestruturas para 2018, seguramente. Para a globalidade do ano esperamos uma aceleração do crescimento económico em volta dos 2.3%, com possível aceleração em 2018.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Protecção - 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. Estímulo orçamental - Em contrapartida, os planos de baixa de impostos e construção de infraestruturas 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. 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.
Japão	<p>A informação disponível relativa ao primeiro trimestre sugere um desempenho favorável da economia no início deste ano. Dos dados conhecidos refere-se o bom comportamento dos indicadores PMI. As respectivas componentes, nomeadamente as relacionadas com a produção, sugerem que a tendência positiva se manterá, pelo menos no início do 2T17. A aceleração da componente que avalia as novas encomendas, sobretudo no sector manufacturero, suporta este cenário.</p> <p>O cenário para o comportamento dos preços continua incerto e aparentemente as expectativas inflacionistas são ainda contidas, na medida em que o aumento dos custos de produção associado a custos mais elevados dos <i>inputs</i> não são passados na totalidade para o preço final. Os últimos dados relativos à taxa de inflação mostram que em Fevereiro o índice global aumentou 0.3% yoy e o de referência para o Banco do Japão (IPC sem alimentos frescos mas com energia) cresceu 0.2% yoy (0.1% em Janeiro), mantendo-se longe do objectivo do banco central.</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 - O ritmo de crescimento económico na área do euro em 2017 deverá ser semelhante ao observado no ano transacto, suportado pela procura doméstica. A actividade económica deverá tirar partido dos efeitos de algumas das políticas de impulso do ano passado, nomeadamente as condições financeiras mais favoráveis e preços do petróleo relativamente baixos. A recuperação do mercado laboral e da confiança dos empresários serão factores de impulso à procura doméstica. 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. Não obstante as perspectivas positivas, importa ponderar os riscos, essencialmente políticos, que a área do euro poderá enfrentar este ano.</p> <p>Inflação - O recuo dos preços do petróleo em Março e efeitos de calendário (sazonalidade associada à Páscoa) vieram aliviar temporariamente a tendência de preços na UEM: inflação global desceu para 1.5% e <i>core inflation</i> recuou para 0.7%, medidas y/y. Todavia, admitimos que esta situação seja temporária, antecipando-se um aumento mais significativo em Abril, suportado pela correcção do efeito Páscoa na inflação dos serviços. Esta correcção poderá ser mais expressiva caso os preços do petróleo no mercado internacional permaneçam pressionados em alta (intensificação do conflito na Síria). O comportamento dos preços será determinante para moldar as expectativas de mercado relativamente à política do BCE.</p>	<ul style="list-style-type: none"> 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. Efeitos do referendo britânico e evolução das negociações de preparação da saída do Reino Unido da UE. Questão dos refugiados. Intensificar das preocupações relativas à segurança. Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário. Eventual início do processo de retirada dos estímulos do BCE, com impacto nos mercados de dívida soberana. Pela positiva: depreciação do euro; efeitos do programa do QE.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

Perspectivas Globais	Factores de Risco
<p>Reino Unido . Depois de ter crescido 0.7% em cadeia no quarto trimestre, as estimativas implícitas no comportamento dos indicadores PMI nos três primeiros meses do ano sugerem que o avanço do PIB abrandará para 0.4% qoq naquele período. As perspectivas para 2017 continuam fragilizadas e incertas, na medida em que as negociações para a saída do RU da UE, que se iniciarão em Maio, poderão reflectir-se em adiamento de decisões de investimento e consumo, por exemplo.</p>	<p>Brexit - As perspectivas apresentam-se incertas, mas especialmente enviesadas 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>
<p>Portugal . PIB em 2016 - A economia abrandou ligeiramente em relação a 2015, registando um crescimento de cerca de 1.4% no ano passado, menos 2 décimas do que no ano anterior. O abrandamento foi particularmente sentido no primeiro semestre, devido a uma quebra do investimento e à 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 manteve dinâmica expressiva. A segunda metade do ano revelou-se bastante mais positiva, com o último trimestre a registar inclusivamente uma aceleração do consumo e uma recuperação homóloga e trimestral do investimento que, a confirmar-se, pode dar mais solidez à dinâmica de crescimento do país.</p> <p>Economia em 2017 - Antecipa-se aceleração moderada do crescimento, com a nossa previsão a apontar para uma expansão económica de 1.5%, mas com possibilidade de revisão em alta. 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 - Depois dos sinais de recuperação no final de 2016, procura-se agora confirmar essa tendência mais positiva. 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> <p>Pela positiva - Uma eventual alteração da notação de rating ou das perspectivas da sua evolução teria um efeito propulsor significativo, na medida em que permitiria a ancoragem dos custos de financiamento em níveis mais confortáveis. A probabilidade de uma melhoria (do <i>Outlook</i>) tem vindo a aumentar atendendo à redução de desequilíbrios (menor dívida das famílias, excedente externo sustentado, superávit público primário, maior robustez no crescimento económico), mas permanece constrangida por factores importantes relacionados sobretudo com a dificuldade de redução dos níveis de endividamento público.</p>
<p>América Latina . Em 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 - no relatório de inflação de Março, o Banco do Brasil estima que a economia avance 0.5% em 2017, beneficiando da recuperação da procura interna, nomeadamente consumo. Para o investimento, as perspectivas do banco central são de uma contracção de 0.3%, o que contrasta com uma queda de 10.6% em 2016. O comportamento mais benigno da inflação tem permitido ao banco central a redução da taxa Selic, actualmente em 12.25%, constituindo um factor de suporte à recuperação da actividade.</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 ciclo de redução das taxas de juro de referência no Brasil, atribuindo-se alguma probabilidade que se revele mais forte do que antecipado inicialmente.</p>
<p>África Subsariana . 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 Subsariana 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 preços do petróleo relativamente mais baixos, 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 (em Fevereiro, totalizaram USD 20.9 mil milhões).</p>	<p>Ajustamento face à nova normalidade de preços de commodities 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>Fed - Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana. Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.</p>

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

Recomendações	Factores de Risco
<p>Mercado Cambial</p>	<p>. USD & EUR - Os factores de suporte ao dólar mantêm-se centrados nas medidas/políticas que a Administração Trump seguirá num futuro próximo, dadas as expectativas geradas pelas promessas de Trump candidato. Perante a desilusão causada pelo não sucesso da remoção do Obamacare no Congresso (houve congressistas republicanos que não deram o seu aval), existe desconfiança quanto à implementação futura de medidas favoráveis à actividade económica, nomeadamente a reforma fiscal. Por outro lado, já está descontado pelo mercado duas subidas dos juros pela Fed ao longo do ano. Assim, o dólar poderá manter-se sem tendência durante algum tempo. No caso do euro, o factor de incerteza está centrado nas eleições presidenciais francesas. São propostos dois caminhos opostos separados pela UE e pelo euro. Se ganhar Macron, candidato pró-UE e pró-euro (cenário mais provável) desaparece o risco político como factor de mercado.</p> <p>. CHF & GBP - O CHF está a beneficiar dos factores incerteza e risco que acompanham as políticas da Administração Trump e os actos eleitorais na Europa. O banco central helvético parece não conseguir acompanhar (contrariar) a actual pressão de apreciação do franco. A GBP, por seu turno, deverá mostrar gradual pressão de depreciação, acompanhando o processo de Brexit, processo que se irá iniciar em Maio, depois de ter sido accionado o artigo 50 do Tratado de Lisboa. Não se esperam facilidades de ambos os lados.</p>
<p>Mercado Monetário</p>	<p>. BCE - As taxas directoras não se alterarão 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, depois da Reserva Federal ter subido a taxa directora em 25 p.b. base na reunião de Março, estão previstas mais duas subidas de 25 p.b. ao longo do ano. Movimento mais ou menos agressivo será uma surpresa para os mercados, gerando volatilidade.</p>
<p>Dívida Pública</p>	<p>. Dívida benchmark - As <i>yields</i> do UST estabilizaram próximo, mas abaixo de 2.5% e as do <i>Bund</i> com o mesmo prazo registaram um acentuado movimento de queda, passando de níveis em torno de 0.4% para cerca de 0.25%, reflectindo movimentos de fuga para a qualidade, num ambiente de incerteza quanto aos resultados das eleições presidenciais em França. Os factores fundamentais continuam a suportar um cenário de perda de valor no mercado de taxa fixa (com especial destaque para o comportamento da inflação na Zona Euro), mas no curto prazo o factor incerteza deverá predominar, sendo por isso possível a verificação de movimentos de valorização dos títulos de melhor qualidade.</p> <p>. OTs - Em Portugal, a <i>yield</i> da OT a 10 anos recuou face ao máximo observado em Janeiro; o prémio de risco face ao <i>Bund</i> alemão também caiu 20 pontos base, beneficiando da publicação de bom desempenho do PIB no 4T16 e também da obtenção de resultados positivos no âmbito das contas públicas. A <i>yield</i> dos títulos portugueses deverá manter-se suportada pelas boas notícias e compras do BCE.</p> <p>. Alteração de expectativas relativamente aos 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> <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> <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, e 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 aumentem 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. Em Portugal menores compras pelo BCE poderão reflectir-se no prémio de risco.</p>

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

Recomendações	Factores de Risco
<p>Dívida Diversa</p>	<ul style="list-style-type: none"> . O cenário deverá ser, no ambiente de subida de taxas, 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 estão em níveis bastante elevados, na perspectiva de custos de financiamento mais elevados no futuro. Ao mesmo tempo, verifica-se uma tendência de menores <i>spreads</i>, consistente com um cenário <i>risk-on</i>, embora este cenário esteja agora um pouco em questão, nomeadamente nos EUA, devido a alguma hesitação quanto à capacidade de implementação de políticas da Administração Trump. Depois de uma subida inicial das <i>yields</i> nos EUA, devido ao ambiente de maior crescimento e subida dos juros, estas encontram-se numa tendência de estabilização, por agora. . Os <i>defaults</i> continuam em queda na Europa, estando mesmo em mínimos de cerca de 5 anos, enquanto nos Estados Unidos a taxa de incumprimento continua muito alta.
<p>Acções</p>	<ul style="list-style-type: none"> . Potencial para renovado aumento dos <i>spreads</i> num cenário de desapontamento com as políticas implementadas por Donald Trump. . 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>.
<p>Commodities</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 eleições presidenciais em França) 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.
<p>Commodities</p>	<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. . 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 é de consolidação da recuperação dos preços, 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). A vigência do acordo vai até Junho, sendo incerto o seu prolongamento, podendo causar instabilidade nos preços. . O aumento das expectativas de mais inflação 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. . 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. . É importante o período de duração do actual acordo da OPEP, pois a finalização prematura do mesmo pode voltar a desequilibrar o mercado. . 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.

COMO SE EXPLICAM AS RECENTES TENDÊNCIAS DE USD E GBP?

□ **O EUR/USD e o EUR/GBP têm vindo a mostrar movimentos de curto prazo que à partida não se enquadram nas expectativas existentes na maioria dos analistas e operadores de mercado. De facto, perante o ciclo de normalização das taxas de juro nos EUA, com a subida do intervalo de variação da taxa dos *fed funds* em mais 25 pontos base para 0.75%-1.00% (15 de Março), e o início do longo processo de Brexit, a partir de final de Março, era esperado um dólar mais forte e uma libra mais fraca contra o euro. Mas a análise tem de ser bem mais apurada para se perceber que, afinal, o EUR/USD está mais perto de testar importantes resistências e o EUR/GBP de contrariar a tendência de subida (depreciação da libra).**

Da última reunião do FOMC (*Fed Open Market Committee*) saiu a confirmação de que a actividade económica continua a expandir-se a um ritmo moderado, mantendo-se o mercado de trabalho sólido (criação robusta de emprego e taxa de desemprego no nível mínimo de 4.5%). A despesa das famílias continua a aumentar moderadamente, assim como o investimento das empresas mostra firmeza, com a inflação a rondar o objectivo das autoridades de 2% (embora as expectativas de inflação de longo prazo seja de estabilização). A Fed considera que existe uma situação de maior equilíbrio entre os potenciais riscos para a economia, a médio prazo. Depois de uma taxa de crescimento de 1.6% em 2016, a Reserva Federal espera para 2017 uma taxa de 2.1% (intervalo entre 2.0% e 2.2%), com a taxa de desemprego a situar-se em 4.5% e a inflação em 1.9%. Para a taxa dos *fed funds* foi indicado 1.4%, ou seja, um valor que acomoda mais duas subidas dos juros de 25 pontos. E aqui **quebrou-se a expectativa de que poderia haver uma atitude de subida dos juros mais agressiva.**

Os **últimos dados económicos de 2016 foram bastante positivos**: o PIB em cadeia cresceu 0.44% no 4ºT, correspondendo a um crescimento anualizado de 1.8% e os PMI sugerem a manutenção da situação de robustez da actividade económica, com o mercado de trabalho a responder às actuais exigências. Depois de um mês de Janeiro algo limitado por questões de sazonalidade, em Fevereiro, a produção industrial, assim como a taxa de utilização da capacidade produtiva, mostraram maior reacção, assim como se assistiu ao reforço da confiança dos consumidores norte-americanos já em Março (97.6 em Março versus 96.3 em Fevereiro).

Mas, para já e face ao prometido, **a maior desilusão do mercado vem do lado da Administração Trump**. Gerou-se grande expectativa, sobretudo em relação às medidas que seriam benéficas a um relançamento económico mais forte, concretamente no que respeita a uma nova política fiscal. Foi prometida uma redução de impostos às empresas e maior desregulação na actividade financeira. Num primeiro momento, estas promessas deram suporte às bolsas norte-americanas, tendo os principais índices bolsistas alcançado níveis máximos recorde. No entanto, a falta de apresentação detalhada de legislação, assim como a sua data de entrada em vigor comprovam que são questões de alguma complexidade e que requerem ponderação na sua implementação. O facto é que mesmo com a actual carga fiscal, as empresas norte-americanas mostram lucros (9.7% do rendimento nacional no 3ºT2016, embora em 2012 fosse de 11%, mas na década de 80 estavam abaixo dos 8%). Do lado dos impostos confirma-se a mesma situação: representam 3.5% do rendimento nacional, não muito distante dos valores da última década que rondaram os 3%.

Existem outras questões que estão a causar igualmente incerteza aos investidores e a penalizar o dólar, nomeadamente o Obamacare, que deveria ser substituído no âmbito da reforma do sistema de saúde dos EUA prometido por Trump, antes de poder ser adoptado um novo regime fiscal para as famílias. No entanto, tudo isto pode sofrer atrasos significativos pois não está garantido o apoio necessário junto aos congressistas republicanos, tendo sido novamente adiado a votação no Congresso.

Do lado do euro e concretamente do cenário no seu bloco económico, confirma-se a robusta recuperação em 2016, tendo o crescimento anual do PIB sido de 1.7% (acima dos 1.6% dos EUA). No entanto, comparativamente a ciclos económicos passados, a actual recuperação após a crise financeira e do euro tem sido lenta e está longe dos valores alcançados anteriormente, com a taxa de desemprego (por exemplo) acima dos níveis existentes na pré-crise. No entanto, os mais recentes dados dos PMI da Zona Euro mostram **a melhor performance dos últimos 6 anos**. Mas outro aspecto evidente **é a falta de convergência entre os estados-membros**, existindo vários ritmos de crescimento e países com algumas vulnerabilidades ao nível dos altos rácios da dívida, do alto desemprego (em particular do desemprego jovem) e de preocupantes valores de crédito malparado. Itália e Portugal encontram-se neste grupo, embora tenham feito esforços recentes na redução dos desequilíbrios financeiros.

Mas existe um sentimento que se está a generalizar no mercado, suportado pelo actual cenário económico - o facto de se estar perante um **"final de ciclo" em termos de política monetária na Zona Euro**. De facto, apesar de Mario Draghi afirmar que o BCE manter-se-á interventivo e com o actual nível de taxas de juro de referência baixas durante o período que for necessário, nos mercados monetários acredita-se na hipótese de poder ocorrer um alívio na taxa de depósito da liquidez dos bancos junto do BCE, o que seria um primeiro sinal de que gradualmente será removida a actual política. Presentemente, a taxa dos depósitos encontra-se nos -0.40%. Na verdade, no mercado, as taxas de juro de muito curto prazo mostraram-se menos negativas e as *yields* do *Bund* a 10 anos alcançaram valores máximos do ano, a evoluir entre 0.40% e 0.50% antes do ajustamento de expectativas na sequência da divulgação da inflação de Março.

No curto/médio prazo, a Europa enfrenta desafios políticos importantes que podem colocar em causa os principais pilares

TEMAS EM DESTAQUE

COMO SE EXPLICAM AS RECENTES TENDÊNCIAS DE USD E GBP? (cont.)

da União Europeia e da UEM, nomeadamente o espaço único sem fronteiras, de livre circulação de mercadorias, capitais e pessoas, assim como o futuro do euro. A 15 de Março aconteceram as eleições legislativas na Holanda, tendo sido ganhas pelo partido do actual PM Mark Rutte (VVD - Partido do Povo, Liberdade e Democracia), mas onde aconteceu a ascensão do partido anti-Europa, o PVV – Partido a Liberdade, de Geert Wilders. A etapa seguinte, a formação de um governo de coligação, será uma tarefa que se revestirá de alguma complexidade face à grande dispersão de votos entre vários partidos. Seguem-se as eleições presidenciais em França (dia 23 de Abril/1ª volta e dia 7 de Maio/2ª volta), onde existe o risco da candidata que defende a saída da França do projecto europeu poder ganhar, e as eleições legislativas na Alemanha (24 de Setembro), com a disputa da Chancelaria entre Angela Merkel da CDU (democratas cristãos) e Martin Schulz do SPD (sociais democratas). Nas eleições alemãs a disputa é entre dois partidos pró-europeus, no entanto a vitória do SPD poderia dar um novo rumo ao que tem sido seguido nos últimos anos na UE28. Depois dos resultados mais confortáveis na Holanda, e da possibilidade de Marine Le Pen não ganhar a presidência na 2ª volta, o euro tem mostrado grande firmeza em relação às moedas rivais.

Também tem surpreendido o facto de a libra ter deixado de perder valor para dólar e euro, após o período que se seguiu à vitória do Brexit em Junho de 2016. De facto, durante alguns meses a GBP depreciou-se significativamente (o GBP/USD e o EUR/GBP alcançaram valores extremos de 1.1450, mínimo, e 0.9365, máximo, respectivamente). No entanto, com o arrastar do pedido de desvinculação da UE28, através do accionamento do artigo 50 do Tratado de Lisboa (que ocorreu no dia 29 de Março) e o surgimento de dados económicos relevantes, a libra recuperou. Presentemente EUR/GBP e GBP/USD estão a ser transaccionados à volta de 0.85 e de 1.24, respectivamente.

De facto, existem factores de ordem económica que estão a dar algum conforto à esterlina: a inflação, tanto medida no consumidor como nas vendas a retalho agravou-se significativamente. Existe uma incorporação do aumento e estabilização dos preços da energia mas, também, um custo de incerteza causado pelo Brexit. O IPC homólogo de Fevereiro foi de 2.3% (pela primeira vez acima dos 2.0%, desde 2013), que compara com 1.8% em Janeiro. O IPC core homólogo (sem energia e alimentação processada) passou de 1.6% para 2.0%. Já o IPR homólogo (do retalho) de Fevereiro subiu de 2.6% para 3.2%. Estes dados têm alimentado especulações da necessidade do Banco de Inglaterra proceder à normalização das taxas de juro, levando ao recente movimento de apreciação da libra.

Entretanto, depois de EUR/USD ter alcançado o valor máximo do ano, 1.0904 (27 de Março), pelas razões já referidas, tendo testado os pontos de resistência 1.0828 e 1.0872, verificou posteriormente um normal movimento de correcção que trouxe o câmbio âncora para valores próximos de 1.06. Contribuiu para esta evolução a inesperada queda da inflação na Zona Euro no mês de Março. De facto, a estimativa rápida do Eurostat aponta para que a taxa de inflação tenha caído de 2.0%, em Fevereiro, para 1.5%, em Março, um valor abaixo das estimativas dos economistas que antecipavam uma taxa de 1.8%. A desaceleração foi motivada sobretudo pela evolução dos preços da energia, cujo aumento passou de 9.3% para uns mais modestos 7.3% e por efeitos de sazonalidade associada ao feriado móvel da Páscoa, que em 2016 ocorreu em Março (efeito base na inflação dos serviços). Excluindo o efeito dos preços do petróleo e dos bens alimentares não processados, a taxa de inflação subjacente desceu para 0.7% face a 0.9% em Fevereiro, tendência para a qual terá contribuído o efeito de calendário, já mencionado.



INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR?

□ Dados apontam para estabilização no curto-prazo e aceleração mais à frente

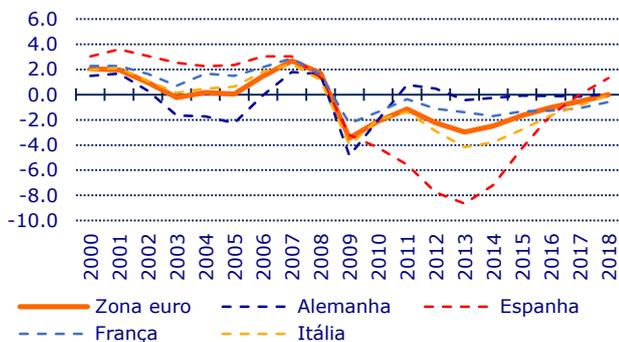
À discussão em torno da retirada gradual das medidas de cariz não convencional, acresce agora a discussão quanto a uma possível antecipação do momento em que o BCE decidirá alterar as taxas de juro de referência, com destaque para a taxa marginal de depósitos (-0.4%). Este é actualmente o custo que os bancos têm de suportar para parquear os seus fundos junto do banco central, pelo que a sua alteração (subida) poderá ser um passo adicional no sentido da normalização da política monetária, retirando alguma pressão sobre os custos dos bancos e, em simultâneo, sinalizaria um passo adicional no sentido de normalidade, ou seja, seria um reflexo dos efeitos já produzidos pelas medidas de política monetária ultra-expansionistas actualmente em vigor. Assim, o BCE poderá decidir alterar a taxa de juro dos depósitos, reduzindo o diferencial face à taxa principal de referência, actualmente em 0.0%. Actualmente, este diferencial é de -40 pontos percentuais (p.p.) no caso da taxa dos depósitos e de 25 p.p. no caso da taxa de cedência de fundos. A probabilidade atribuída pelos participantes nos mercados financeiros a que este movimento se verifique na segunda metade de 2018 situa-se em torno de 40%, revelando ainda um elevado grau de incerteza quanto à sua concretização.

Por detrás desta alteração de expectativas quanto ao andamento da política monetária do BCE está a aceleração da taxa de inflação desde finais de 2016, a evolução das expectativas inflacionistas e a avaliação mais positiva do seu comportamento pelo Banco Central Europeu. Nos últimos 12 meses, a taxa de inflação passou de níveis em torno de 0.0% para níveis próximos de 2.0%, reflexo da subida do preço dos bens energéticos e efeitos estatísticos relacionados com a debilidade do comportamento dos preços nos primeiros meses de 2016, mas o comportamento da inflação subjacente, que se apresenta razoavelmente ancorada em torno de 0.9%, sugere que a pressão sobre outras classes de bens/serviços continua contida. **O que explica este comportamento e o que esperar no horizonte dos próximos dois anos?**

Com base na análise do comportamento de alguns indicadores, é razoável admitir que a aceleração do ritmo de crescimento dos preços ocorrerá de forma gradual, mas que tenderá a reforçar-se no médio prazo, na medida em que se observam **melhorias no andamento da procura global** e porque algumas componentes da remuneração dos trabalhadores sugerem a possibilidade de **maior crescimento salarial no médio prazo**.

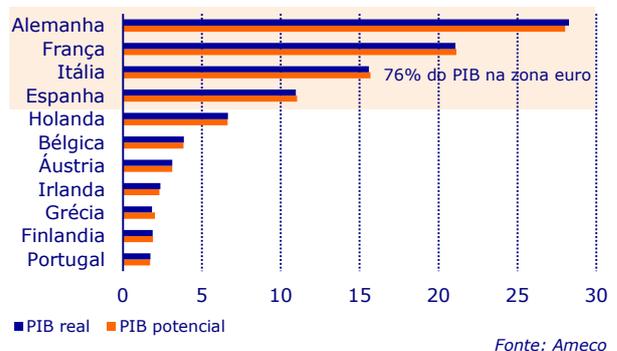
Zona euro: Diferença entre o PIB real e potencial

(% do PIB potencial a preços constantes)



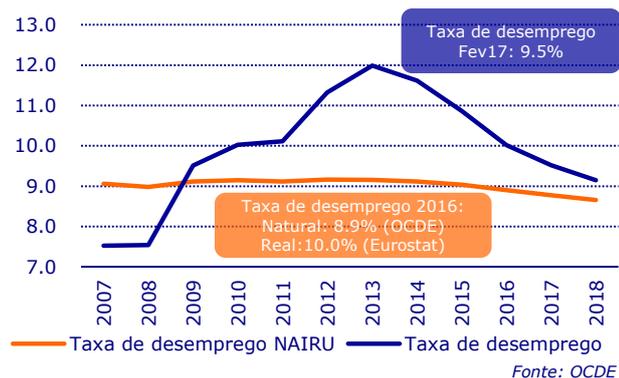
Zona euro: Peso dos vários países no PIB

(% do PIB a preços constantes)



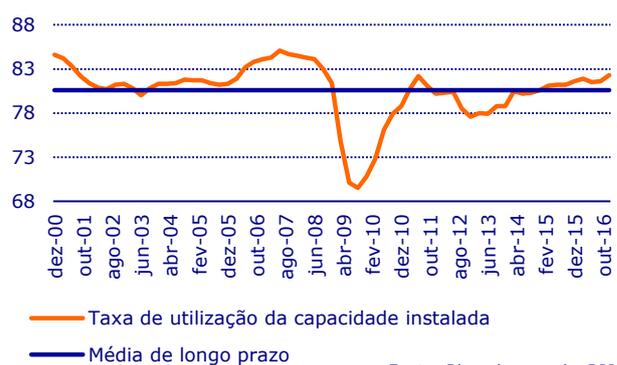
Zona euro: Taxa de desemprego e desemprego natural

(% da força de trabalho)



Zona euro: Taxa de utilização da capacidade instalada

(%)



TEMAS EM DESTAQUE

INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR? (cont.)

De acordo com a informação disponibilizada pela Comissão Europeia – que será actualizada nos próximos meses, possivelmente no sentido de uma retoma mais célere - o desvio negativo do crescimento do PIB face ao crescimento potencial na zona euro só se anulará em 2018, pelo que as pressões inflacionistas se deverão manter contidas até lá. No mesmo sentido aponta o desvio entre a taxa de desemprego natural calculada pela OCDE e as expectativas de evolução da taxa de desemprego real. Mas o comportamento recente de alguns indicadores sugere o encerramento dos desvios negativos ainda existentes: a taxa de utilização da capacidade instalada está acima da média de longo prazo e as respostas aos inquéritos PMI realizados nos sectores das manufacturas e dos serviços encontram-se em níveis claramente indicativos de aceleração do ritmo de produção sugerindo aumento da utilização da capacidade instalada, redução do desemprego e maior capacidade de passar os custos de produção para o preço final.

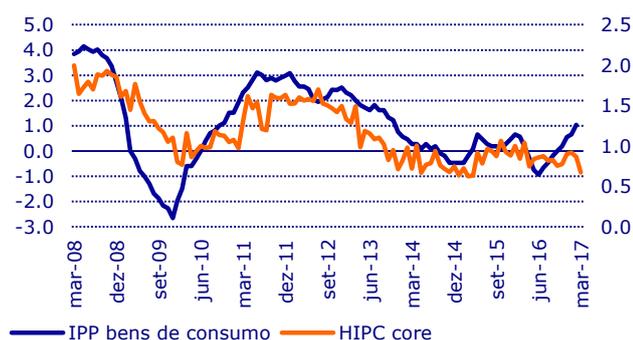
□ Procura global mais forte

A Comissão Europeia estima que o diferencial entre o crescimento potencial e real é positivo no Reino Unido e nos EUA desde 2015, gerando pressões sobre a procura global, na medida em que estas duas economias representam cerca de 30% do PIB mundial – o que tende a traduzir-se em maior capacidade das empresas aumentarem preços. Este cenário está reflectido nas respostas quanto ao comportamento dos preços dos *inputs* e preços de venda da produção obtidas nos inquéritos aos responsáveis pelas compras das empresas industriais ou prestadoras de serviços. Embora não tenhamos acesso às séries relativas às componentes que avaliam os preços, o comunicado que acompanhou a publicação dos indicadores relativos a Março indica que **no primeiro trimestre de 2017, os preços dos *inputs* e dos *outputs* registaram o ritmo de crescimento mais forte observado desde o primeiro semestre de 2011**. No mesmo sentido aponta a referência de existência de sinais de subida dos salários, associados ao **encolhimento da folga no mercado de trabalho** em algumas economias do euro, bem como à presença de pressões sobre os preços associadas a desequilíbrios entre procura e oferta. Com base nos indicadores a que temos acesso, **verifica-se de facto a existência de factores de suporte a uma evolução mais benigna da inflação**, ou seja, um retorno mais rápido a níveis históricos considerados de equilíbrio nos principais blocos económicos. Destes, refere-se o comportamento dos preços de produção de bens de consumo, dada a sua forte correlação com a taxa de inflação *core* e o comportamento das remunerações. Graficamente, é mais evidente a possibilidade de maior pressão sobre os preços no consumidor por via do aumento dos preços na produção do que por via de aumento das remunerações, mas algumas negociações salariais acordadas já este ano poderão alterar o comportamento observado até agora.

□ Salários

Zona euro: inflação *core* e IPP bens de consumo

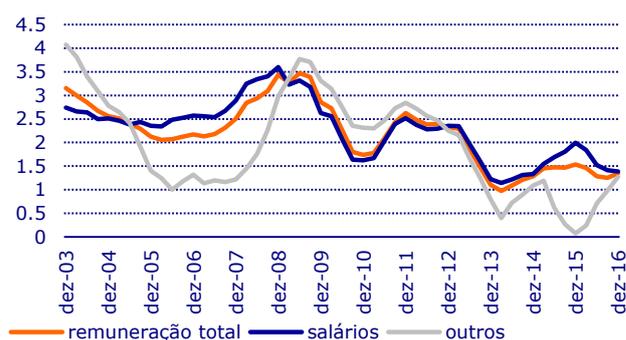
(yoy %)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Custos laborais zona euro: comportamento das componentes

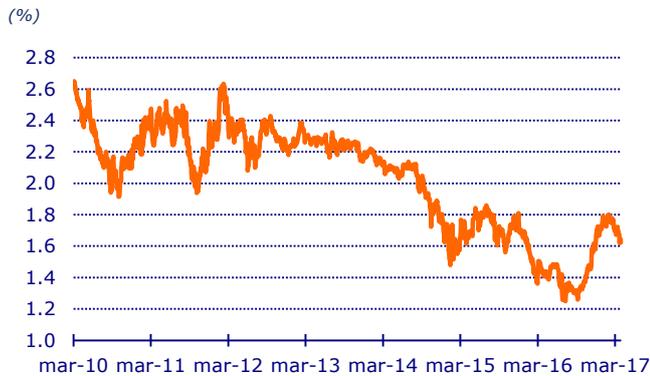
(média anual %)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

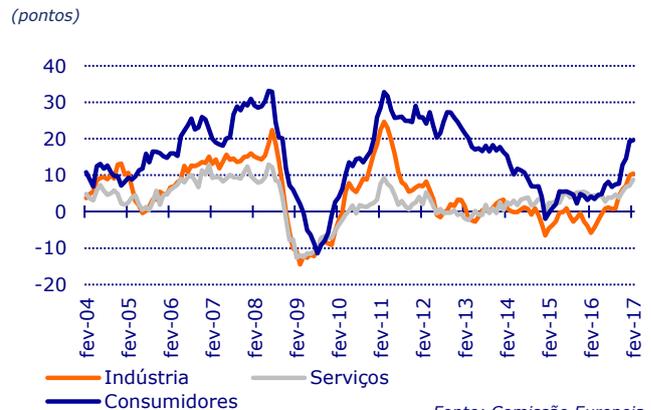
Em termos médios anuais, os salários continuam a crescer a ritmos consideravelmente inferiores aos observados até 2008, o que em grande parte reflectirá, para além da folga no mercado de trabalho, a realização de reformas estruturais no mercado de trabalho em algumas das economias do euro, e que se reflectem actualmente em crescimento mais moderado dos salários (crescimento em torno de 1.5% actualmente *versus* crescimento superiores a 3% em 2008). Contudo, para aferir qual a tendência que se poderá verificar nas remunerações dos trabalhadores, será interessante avaliar e acompanhar o comportamento dos outros custos para além de salários, os quais para além das contribuições que os empregadores fazem para a Segurança Social - provavelmente relativamente estáveis ao longo dos anos - terão em conta, por exemplo, o pagamento de horas extras trabalhadas, podendo por isso ser um indicador razoável para aferir eventuais pressões no mercado laboral com impacto futuro nos salários totais dos trabalhadores. E de facto, o comportamento recente desta componente sugere a possibilidade de formação de alguma pressão sobre os salários nos próximos trimestres, potencialmente geradores de maior pressão sobre um leque mais alargado de preços. Também vale a pena ter presente a realização, no primeiro trimestre de

INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR? (cont.)

Expectativas inflacionistas implícitas no *inflation swap* 5 anos

Fonte: Bloomberg

Zona euro: Expectativas de evolução dos preços implícitas nos indicadores de sentimento



Fonte: Comissão Europeia

2017, de algumas renegociações salariais em alguns países e sectores que se poderão estender a outros países/sectores e que poderão reflectir-se em aumentos salariais mais significativos no médio prazo. Exemplos disto são os acordos salariais na Lufthansa de aumento dos salários dos pilotos em 8.7%, com efeitos retroactivos a 2016; o acordo inclui a atribuição de um bónus único de 5-6 mil euros, este último com impacto nos outros custos salariais; também na Alemanha, o sector público acordou o aumento de 2% em 2017 e 2018 para 800 mil trabalhadores; em Itália o sector segurador acordou aumentos salariais de 5% até 2019, abarcando 48 mil trabalhadores; em Portugal, a reposição salarial na função pública reflectiu-se no aumento de 2.9% yoy em Outubro no ganho médio mensal para mais de 660 mil trabalhadores, de acordo com informação disponível no site da DGEAP.

No mesmo sentido apontam os indicadores que medem as expectativas inflacionistas, que mais recentemente apresentam fortes movimentos de aceleração, antecipando a colocação da taxa de inflação em níveis mais próximos dos desejados pelo BCE no médio prazo.

□ **Inflação com tendência de normalização**

Resumidamente, **a informação referida sugere que a inflação poderá acelerar no médio prazo e que a inflação subjacente poderá, em breve, apresentar também uma tendência de subida**, sobretudo se se confirmar a expectativa de anulação da folga no mercado de trabalho com potenciais pressões no comportamento dos salários. No entanto, este será provavelmente um movimento contido, dada a permanência de factores de incerteza, que se traduzirão em comportamentos cautelosos no que se refere à contratação. A permanência da taxa de inflação global e, sobretudo subjacente – nas declarações que acompanharam a última reunião de política monetária do BCE, Mario Draghi referiu a necessidade de se observar aceleração do IPC subjacente de forma a que haja uma alteração de política monetária – em níveis confortavelmente inferiores a 2%, dará suporte ao BCE à manutenção da actual política até que os riscos se dissipem, possivelmente depois da concretização dos vários calendários eleitorais, dos quais se destaca o francês. Depois disso, e caso os riscos se diluam da melhor forma, **poderá ser mais difícil ao BCE não anunciar, de alguma forma, alterações na sua política, as quais passarão pela redução do montante de compras de activos de longo prazo, possivelmente a partir do início de 2018; a alteração dos níveis das taxas deverá ocorrer mais tarde, ainda que se possa verificar a subida da taxa marginal de depósitos antes que as outras taxas de referência se alterem.** Quanto à taxa principal de refinanciamento, consideramos mais provável que o ciclo de subida não se inicie antes de 2019, depois de terminado o programa de compra de activos de longo prazo. As previsões do BCE dão suporte a tal cenário.

Previsões do BCE para o PIB e Inflação

	IPCH			IPC core			PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
mar-15	1.5	1.8		1.3	1.7		1.9	2.1	
jun-15	1.5	1.8		1.4	1.7		1.9	2	
set-15	1.1	1.7		1.4	1.6		1.7	1.8	
dez-15	1	1.6		1.3	1.6		1.7	1.9	
mar-16	0.1	1.3	1.6	1.1	1.3	1.6	1.4	1.7	1.8
jun-16	0.2	1.3	1.6	1	1.2	1.5	1.6	1.7	1.7
set-16	0.2	1.2	1.6	0.9	1.3	1.5	1.7	1.6	1.6
dez-16	0.2	1.3	1.5	0.9	1.1	1.4	1.7	1.7	1.6
mar-17	0.2	1.7	1.6	0.9	1.1	1.4	1.7	1.8	1.7

Fonte: BCE

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – DÉFICE CAIU PARA 2.1% DO PIB EM 2016

▫ **Significativa redução da despesa e medidas extraordinárias asseguram défice bem abaixo dos 3%**

O défice registou uma consolidação significativa, através de uma redução da despesa que compensou uma receita abaixo do esperado. A consolidação foi significativa, mesmo tendo em conta as medidas *one-off*, sendo este o défice mais baixo em democracia. Além disso, voltou a registar-se um saldo orçamental primário positivo. Do lado da receita, os impostos indirectos e contribuições sociais cresceram, ao contrário dos impostos indirectos, que desiludiram. Na despesa, a principal causa da redução foi uma larga contracção no investimento público, junto com uma contenção do crescimento da despesa corrente. Assim, com o défice claramente abaixo de 3% e a dívida com perspectiva fundada de descida, é bastante possível que o país saia do Processo dos Défices Excessivos este ano. Em 2017 espera-se uma continuação da consolidação, suportada em larga medida pelo comportamento da economia e alguns efeitos extraordinários. Até Fevereiro, a execução orçamental piorou, mas afigura-se cedo para extrapolar conclusões para 2017. Com o provável encerramento do processo de alienação do Novo Banco, limitam-se também as futuras responsabilidades do Estado, embora estas possam existir.

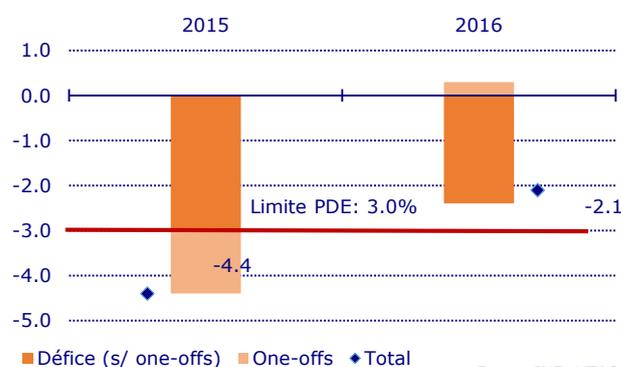
O défice orçamental em 2016 diminuiu para 2.1%, 2.3 pontos percentuais abaixo do défice registado em 2015, de acordo com os dados do INE. Em valor, a diferença entre receita e despesa fixou-se em EUR -3.807 mil milhões. O resultado final superou todas as expectativas, incluindo as nossas, e fica mesmo abaixo do objectivo inicial do Governo, em 2.2%. Tal como havíamos dito antes, este feito foi conseguido em grande parte através de um controlo adicional da despesa (nomeadamente em investimento público e na compra de bens e serviços), de modo a compensar um desempenho das receitas bem aquém do previsto.

Descontando o impacto de efeitos extraordinários (e usando o critério da UTAO para definir estes efeitos), a consolidação foi menor. Em 2015, há que contabilizar o efeito da intervenção no Banif no final do ano (que totalizou EUR 2460 milhões, elevando o défice de 3.0% para 4.4% em 2015). Em 2016, a diferença tem origem em dois efeitos cujo impacto se sentiu em Dezembro de 2016: por um lado, o Executivo beneficiou da receita do PERES (Programa Especial de Redução de Endividamento ao Estado), um programa de regularização de dívidas de particulares e empresas, num valor de 0.2% do PIB; além disso, houve também o reembolso ao Estado português por parte do FEEF (Fundo Europeu de Estabilidade Financeira) das *prepaid margins* do empréstimo da troika, a valer 0.15% do PIB. **Daqui resulta ainda uma consolidação considerável, de 0.7 pontos percentuais, pelo défice líquido de medidas extraordinárias, que se fixou em 2.4% do PIB.**

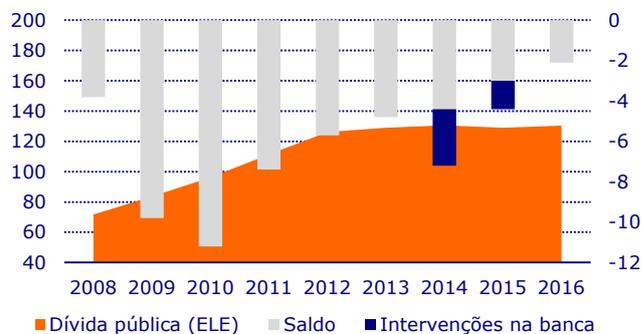
No entanto, este será ainda o valor mais baixo do Portugal democrático (o número exacto foi 2.06%, mais baixo do que o anterior mínimo de 2.13% em 1989). Mais ainda, este foi o 6º ano consecutivo de consolidação orçamental (excluindo intervenções na banca). O défice orçamental foi gradualmente reduzido de 11.2% em 2010 para 2.1%, 9.1 p.p. do PIB em 6 anos, o que é de assinalar tendo em conta a redução do PIB em 2011, 2012 e 2013. Adicionalmente, registou-se um saldo orçamental primário positivo de 2.1% do PIB em 2016, o 3º ano consecutivo de excedente primário (quando descontadas as intervenções na banca). **É importante realçar que, de acordo com a DBRS, o saldo primário necessário para estabilizar o rácio da dívida fixa-se nuns "modestos 0.6%", assumindo os custos de financiamento e crescimento económico actuais.**

Consolidação fiscal

(% do PIB)

**Saldo orçamental**

(% do PIB)



PORTUGAL – DÉFICE CAIU PARA 2.1% DO PIB EM 2016 (cont.)

A receita aumentou cerca de EUR 700 milhões para EUR 79.6 mil milhões, um aumento de 0.9% (aumento esperado de 3.0%, segundo o Plano de Estabilidade).

Este aumento foi conseguido em particular devido a um aumento de 1.4% em receita corrente, dado que a receita de capital diminuiu 27.9% (resultado de uma significativa redução de entrada de fundos europeus). O aumento na receita corrente, de cerca de EUR 1000 milhões, por aumentos nos impostos indirectos (+3.9%) e contribuições sociais (+3.9%), enquanto a receita em impostos directos observou um decréscimo de 1.9%. Finalmente, os EUR 588 milhões obtidos com o programa PERES, mencionado acima, tiveram igualmente uma contribuição importante para as receitas de 2016.

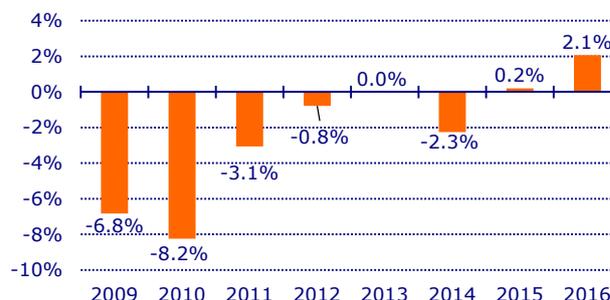
Porém, a redução da despesa foi o factor mais importante na consolidação orçamental: os gastos do Estado observaram uma descida superior a EUR 3 mil milhões. No entanto, esta redução, de 3.8% (mais do que o dobro dos 1.6% de redução previstos), foi conseguida inteiramente por uma diminuição das despesas de capitais, em cerca de EUR 4 mil milhões: dentro desta redução, a maior fatia é explicada pelo impacto de EUR 2.5 mil milhões gastos na intervenção no Banif, que inflaciona a base de comparação; ainda assim, os restantes EUR 1.5 mil milhões corresponderam a cortes nos gastos de investimento público, um corte de 28.9% (também relacionado em parte com a menor entrada de fundos europeus), que representou 0.6 p.p. na consolidação orçamental. A despesa corrente aumentou 0.8% (bastante menos que o aumento esperado de 2.8%), com um dos principais contributos na subida de 2.8% nos gastos com remunerações, por exemplo. É de notar, em sentido contrário, o decréscimo de 4.3% nas despesas com juros, devido a menores custos de financiamento durante o ano. **Apesar do sucesso imediato na redução de despesa em 2016, há algumas dúvidas quanto à sustentabilidade de alguns dos cortes: nomeadamente, os cortes no investimento público, que se encontra num nível mínimo de 40 anos, em percentagem do PIB; por outro lado, também o controlo do crescimento dos gastos em compras de bens e serviços, conseguido através de cativações orçamentais.** É possível que estes cortes não originalmente orçamentados não sejam mantidos totalmente em 2017-18, em particular no caso do investimento.

Este resultado coloca o défice orçamental claramente abaixo dos 3%. Além disso, a perspectiva para 2017 implica um caminho de continuada consolidação, juntamente com uma expectativa fundada de diminuição consistente do rácio da dívida a partir deste ano. A contribuir para esta previsão está o facto de que a recapitalização da CGD, que será possivelmente contabilizada no défice de 2017, ter já sido financiada em 2016, incluída desse modo no rácio para o final desse ano. Assim, ainda que a decisão sobre a saída do PDE possa apenas ser tomada pela Comissão Europeia, este cenário afigura-se bastante possível.

Em 2017, ainda que um défice de 1.6% (o objectivo do Governo) possa ser demasiado optimista, é expectável uma redução razoável, com o suporte de uma economia mais dinâmica, mas também de alguns efeitos

Saldo orçamental primário

(% do PIB)



■ Saldo primário

Fonte: AMECO

Principais medidas de consolidação

	EUR milhões	% do PIB
Saldo orçamental em 2016*	-4538	-2.4
Receita		
Adicional ao IMI	160	0.1
"Fat" tax bebidas açucaradas	80	0.0
Alterações I. Produtos Petrolíferos	70	0.0
Eliminação gradual sobretaxa IRS	-200	-0.1
IVA da restauração	-175	-0.1
Revisão da receita	75	0.0
PERES (pagamento dívidas em atraso)	100	0.1
Dividendos do Banco de Portugal	303	0.2
Recuperação garantia executada pelo BPP	450	0.2
Outros efeitos	-90	0.0
Total medidas do lado da receita	773	0.4
Despesa		
Reposição salarial	181	0.1
Emprego público: regra 2 por 1	-104	-0.1
35 horas	25	0.0
Actualização das pensões	187	0.1
Nova prestação social única para deficientes	60	0.0
Revisão da despesa	-75	0.0
Juros da dívida pública	-60	0.0
Outros efeitos	-47	0.0
Total medidas do lado da despesa	167	0.1
Cenário macroeconómico	917	0.5
Saldo orçamental em 2017	-3016	-1.6

Fonte: Ministério das Finanças

Nota: *Saldo previsto no OE2017

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – DÉFICE CAIU PARA 2.1% DO PIB EM 2016 (cont.)

extraordinários: um aumento nos dividendos do Banco de Portugal deverá acrescentar EUR 303 milhões às receitas, enquanto a recuperação de uma garantia estatal do BPP deverá totalizar EUR 450 milhões. Em conjunto, estes efeitos representam cerca de 0.4 p.p. na consolidação orçamental; além disso, o Executivo espera que a aceleração da economia contribua com EUR 917 milhões para a redução do défice (é de notar que há uma probabilidade razoável de que o crescimento seja mais elevado do que as hipóteses assumidas no OE 2017, o que, a confirmar-se, facilitaria o cumprimento dos objectivos do Executivo); assim, os efeitos extraordinários e do crescimento económico representam por si só 0.9 p.p. do PIB. Tendo em conta que a previsão do Governo é de uma consolidação líquida de 0.8 p.p., os factores acima mencionados contabilizam mais do que 100% da consolidação (os restantes factores contribuem negativamente). **É expectável então que seja possível chegar a um défice claramente abaixo do verificado em 2016 (excluindo o possível impacto do aumento de capital da CGD, financiado directamente pelo Estado em cerca de EUR 2.5 mil milhões).** Nota ainda para a diferença entre o défice previsto no OE 2017 e o défice final (excluindo o PERES, que não estava previsto na execução do OE): há assim uma melhoria no ponto de partida de EUR 143 milhões, um pouco menos do que 0.1% do PIB.

De acordo com a UTAO, a execução orçamental ajustada (permitindo comparabilidade com 2016) até Fevereiro registou uma ligeira deterioração, em EUR 150 milhões. O saldo ajustado registou um superávit de EUR 254 milhões: a receita está a subir 1.1% (previsão de crescimento de 4.9% no OE17), muito influenciada por uma quebra de 5.5% na quebra de impostos directos; por outro lado, a despesa cresceu 2.4% (previsão de crescimento de 4.5% no OE17), com cerca de metade desse aumento a resultar de uma subida de 10.2% na aquisição de bens e serviços. O saldo não ajustado registou um défice de EUR 19 milhões. Apesar do rumo contrário ao da consolidação, é ainda muito cedo para tirar conclusões para a globalidade do ano quanto à execução orçamental, particularmente devido ao impacto dos efeitos extraordinários.

Uma outra nota positiva prende-se com a conclusão do negócio de alienação do Novo Banco: apesar do processo estar ainda dependente de uma troca voluntária de dívida ainda a acontecer, o seu futuro encerramento deverá ter um impacto neutro nas contas públicas, ainda que de maneira condicional. O Estado comprometeu-se a financiar aumentos de capitais que sejam necessários pela parte do Fundo de Resolução, de modo a que a banca não tenha de os suportar imediatamente. Estes aumentos de capital acontecerão se e quando houver perdas nos activos problemáticos do banco (entre os quais os créditos em risco) que ponham em causa a almofada de capital criada para absorver o impacto de desvalorização destes mesmos activos.

REDUZIR A DÍVIDA E CRESCER DE MANEIRA SUSTENTADA - SIM, É POSSÍVEL

O Banco de Portugal reviu em alta as previsões para o crescimento da economia portuguesa, suportado numa melhor dinâmica interna no final de 2016 e início de 2017, juntamente com uma conjuntura internacional ligeiramente mais favorável. Desta revisão, e de alguns factores, parece surgir uma tendência de um maior optimismo para a dinâmica económica lusa. A manter-se este bom desempenho e ultrapassados alguns factores de risco – sobretudo políticos – na Europa, a alteração das previsões pelo BPI deverá também confirmar o ambiente mais favorável. Por enquanto mantemos o cenário de crescimento de 1.5% para 2017, mas sob revisão com tendência claramente positiva.

Cenário Macroeconómico

	2016	BPI		FMI Feb 2017		CE Feb 17		EIU - Mar 17		BdP Mar 17		Gov - OE 2017		OCDE Jun 2016	
		2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2016P	2017P	2016P	2017P
PIB real	1.4	1.5	1.5	1.3	1.2	1.6	1.5	1.6	1.5	1.8	1.7	1.2	1.5	1.2	1.2
Consumo privado	2.3	2.0	1.4	1.3	1.2	1.6	1.2	1.8	1.6	2.1	1.4	2.0	2.5	2.0	1.2
Consumo público	0.8	0.6	0.5	0.6	0.3	0.4	0.5	0.5	0.8	0.2	0.5	0.6	-1.2	1.1	0.2
Investimento	-0.9	3.9	3.3	2.8	2.4	3.8	4.2	1.3	2.1	6.8	5.0	-0.7	3.1	-2.0	0.7
Exportações	4.4	4.0	2.5	3.6	3.9	4.1	4.2	3.5	2.8	6.0	4.8	3.1	4.2	3.3	3.7
Importações	4.4	5.0	2.5	3.5	3.9	4.3	4.3	3.1	2.9	7.3	4.8	3.2	3.6	3.6	3.6
Procura interna	1.5	2.0	1.5	1.4	1.2	1.8	1.6	1.5	0.0	0.7	0.7	1.2	1.8	1.2	1.0
Procura externa liq.	-0.1	-0.5	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	1.1	1.0	0.0	-0.3	0.0	0.2
Inflação (IPC)	0.6	1.2	1.5	1.1	1.4	1.3	1.4	1.2	1.6	1.6	1.5	0.8	1.5	0.7	1.1
Taxa de desemprego	11.1	10.1	9.5	10.6	10.1	10.1	9.4	10.3	9.4	9.9	9.0	11.2	10.3	11.0	10.1
Saldo orçamental (% do PIB)	-2.1	-1.9	-1.7	-2.1	-2.3	-2.0	-2.2	-2.1	-2.2	-	-	-2.4	-1.6	-2.5	-2.1
Dívida pública (% do PIB)	130.4	128.5	126.4	129.8	128.7	128.9	127.1	130.6	129.0	-	-	129.7	128.3	130.2	129.5
B. corrente + B. de capital (% do PIB)	1.6	1.6	1.2	-0.1	0.4	1.5	1.7	1.3	1.2	0.9	0.9	1.7	2.2	1.6	1.6

Fonte: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia, FMI, BPI.

Em 2017, espera-se que o crescimento económico acelere para um valor em torno dos 1.8%, o que seria a expansão mais rápida desde 2010, altura em que o PIB avançou 1.9%. A previsão anterior, actualizada em Dezembro do ano passado, esperava um aumento do PIB de 1.4%. Foi também revista em alta a expectativa para o crescimento em 2018 e 2019, respectivamente, em uma e duas décimas, para 1.7% e 1.6%. O consumo privado observará uma evolução relativamente semelhante ao PIB, aumentando 2.1% em 2017, e 1.4% em 2018 e 2019. As exportações continuarão a ser, em grande parte, o motor da economia, tendo um contributo maior sempre mais significativo para o crescimento, quando consideradas líquidas de conteúdo importado. É esperado que estas cresçam 6.0% em 2017, 4.8% em 2018 e 4.5% em 2019, com vários factores a justificar esta expectativa: por um lado, o turismo deverá continuar a registar um comportamento bastante positivo, favorecido por importantes eventos em 2017; além disso, as exportações de bens terão certamente um desempenho mais suportado, tendo em conta a dissipação de alguns factores negativos (diminuição da procura externa com origem em Angola, paragens da refinaria de Sines, transição de modelos automóveis na fábrica da Autoeuropa). Finalmente, o desvanecimento de alguns factores de incerteza internos e a normalização do ciclo de fundos europeus deverão permitir uma recuperação considerável do investimento, que deverá crescer 6.8% em 2017.

Se é verdade que esta revisão não implica uma mudança estrutural na perspectiva de crescimento económico português, continuando um ritmo abaixo de 2%, diferente, por exemplo, da dinâmica espanhola, a verdade é que **estas projecções são sinal de uma renovada melhoria no diagnóstico da saúde da economia.**

Em primeiro lugar, a revisão confirma uma consistência de crescimento económico e de equilíbrio externo que esteve em dúvida até há bem pouco tempo. O cenário de potencial estagnação foi posto de parte de maneira definitiva apenas na 2ª metade de 2016, quando foi conhecida a aceleração da dinâmica económica nacional durante esse período. Por outro lado, confirma-se a manutenção de um saldo positivo da balança de bens e serviços, e igualmente da balança corrente e de capital. De novo, é preciso salientar que a intuição, e previsão, de várias instituições, era de que o equilíbrio conseguido era precário, e que quando houvesse uma recuperação económica, a subida das importações rapidamente anulava esse equilíbrio. Note-se que essa é ainda a previsão do FMI, por exemplo. Esta consistência, ainda para mais mantida num contexto político pouco comum em Portugal, dará algum optimismo e confiança aos agentes económicos.

Por outro lado, o país vive agora um momento em que pode ter um pouco mais de certezas quanto à solidez do seu crescimento, no sentido em que este não está a ser feito à custa de endividamento da economia, muito pelo contrário. Se entre 2011-2014 investidores e empresários nacionais e estrangeiros poderiam ter dúvidas bastante justificadas quanto à volatilidade da situação da dívida, estas questões estão agora um pouco mais apaziguadas. Em particular, é possível assinalar que o processo de desalavancagem a ser levado a cabo por empresas e agregados familiares continua a permitir crescimento económico, embora modesto, junto com melhorias no mercado de trabalho. Sendo que o ainda pesado fardo dessa dívida deverá continuar a limitar as perspectivas de poupança das famílias, e de investimento das empresas, é agora possível vislumbrar um cenário a médio-prazo com continuada redução de dívida, e manutenção de crescimento e melhoria

TEMAS EM DESTAQUE

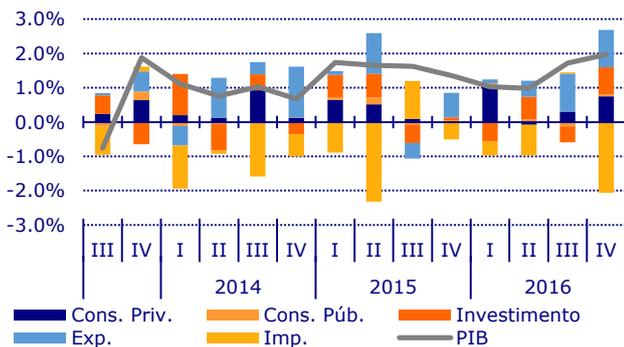
REDUZIR A DÍVIDA E CRESCER DE MANEIRA SUSTENTADA - SIM, É POSSÍVEL (cont.)

de condições de vida, ainda que lenta, já que é isto que acontece agora. **No Estado, passa-se o mesmo, embora seja um processo mais complexo. O facto é que o défice orçamental foi reduzido substancialmente e o caminho para a redução da dívida está pronto a ser trilhado, assim que se mantenha a prudência orçamental.** Em particular, quando o país sair do Processo por Défices Excessivos, o que se afigura possível a breve trecho, isso será ainda outro sinal de confiança para a economia.

Concluindo, será bom notar que o desafio que se segue é o da manutenção da exigência. Sim, será possível crescer, ver desemprego diminuir e rendimento a aumentar, ao mesmo tempo que se reduz o endividamento e se reduz o peso da dívida estatal. Mas apenas mantendo prudência orçamental, por um lado, e políticas que tenham a noção do que nos permitiu voltar a ganhar perspectivas positivas: uma economia com superávit externo, que exporta mais do que importa, e onde a competitividade é um factor de relevo, sobretudo no ambiente concorrencial de uma economia mais exportadora. É certo que há riscos, com a futura diminuição do suporte do BCE à cabeça: de facto, além de trazer maiores custos de financiamento ao Estado, este facto poderá também aumentar os juros pagos pelas empresas, e trazer um ambiente de mais incerteza em que alguns investimentos poderão ser adiados ou reconsiderados. E por isso mesmo faz sentido manter uma política orçamental com margens seguras, e manter políticas económicas consistentes ao longo do tempo. **Só assim se poderá manter um trajecto robusto e uma credibilidade que trarão, passo a passo, mais investimento, nacional e estrangeiro, que por sua vez então poderá trazer a dinâmica mais acentuada, à espanhola, que ainda nos falta.**

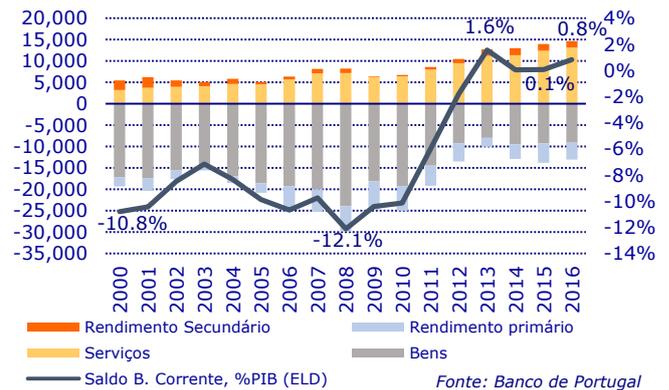
PIB e componentes

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



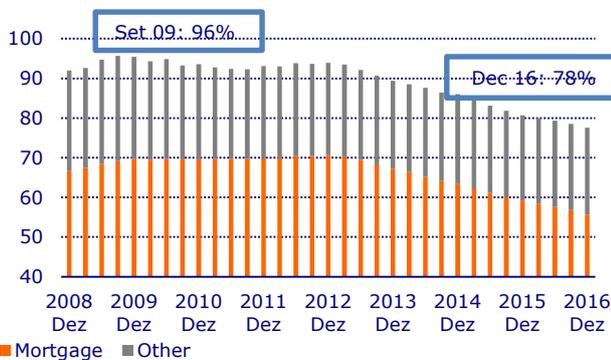
Balança corrente

(EUR milhões, % do PIB)



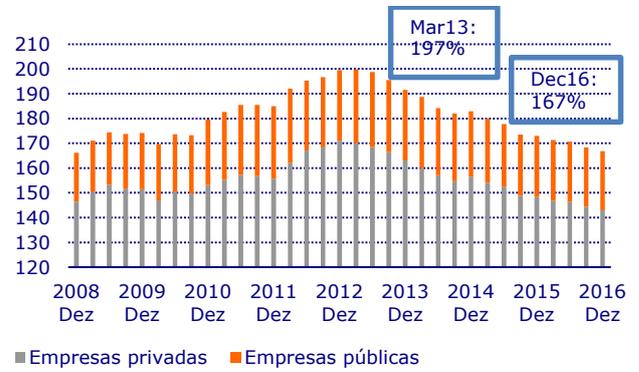
Endividamento das famílias

(% do PIB)



Endividamento das empresas

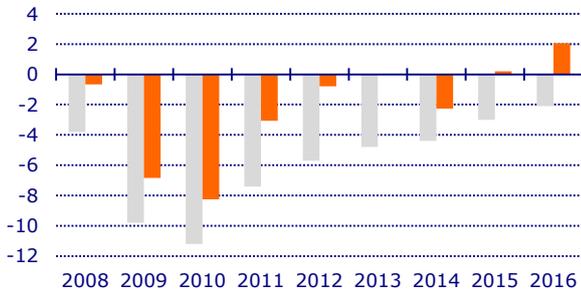
(% do PIB)



REDUZIR A DÍVIDA E CRESCER DE MANEIRA SUSTENTADA - SIM, É POSSÍVEL (cont.)

Saldo orçamental

(% do PIB)

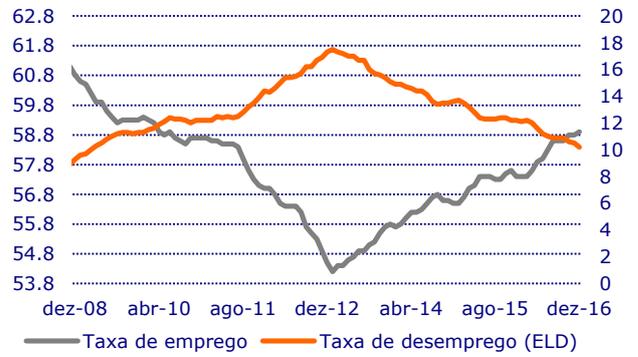


■ Saldo orçamental ■ Saldo primário

Fontes: Ameco, INE, FMI, IGCP, DGO

Mercado de trabalho

(percentagem)



— Taxa de emprego — Taxa de desemprego (ELD)

Fonte: INE

EUA – DADOS INDICAM CRESCIMENTO MODESTO NO 1^oT, MAS MERCADO DE TRABALHO SÓLIDO

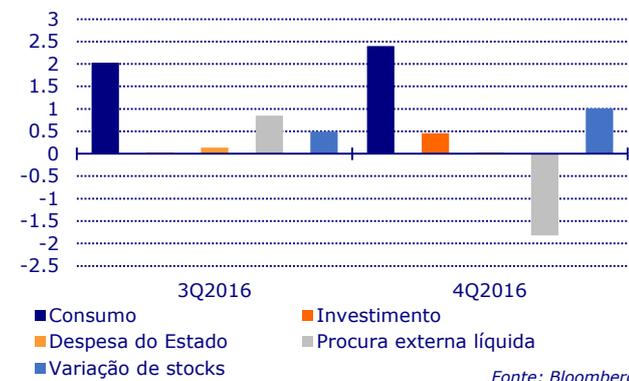
□ **Nos Estados Unidos, os indicadores relativos a Março apontam para um abrandamento, depois do pico registado em Janeiro-Fevereiro.** De acordo com a IHS Markit, o sector dos serviços sofreu uma desaceleração para um mínimo de 6 meses, em 52.8 pontos (53.8 em Fevereiro), o que, continuando o período de crescimento da actividade do sector, que se estende já por 13 meses, mostra uma desaceleração que foi sentida também no sector das manufacturas. Neste último sector, o PMI desceu 0.9 pontos para 53.3. Assim, o resultado foi um índice compósito de 53.0, menos 1.1 pontos, igualmente a dinâmica mais fraca dos últimos 6 meses, com decréscimos tanto na produção actual, como nas encomendas futuras, em ambos os sectores. **De acordo com a empresa de análise, estes números implicam um crescimento à volta dos 1.7% no 1^o trimestre, o que constituiria uma desaceleração face aos 2.1% verificados nos últimos 3 meses de 2016 (revistos em alta de 1.9%).** O índice do ISM apontou no mesmo sentido para o sector dos serviços, que caiu 2.4 pontos para 55.2, vindo de um máximo desde Outubro de 2015. Do lado das manufacturas, havendo uma ligeira desaceleração igualmente comparada com um máximo de mais de 2 anos, a quebra foi de 0.5 pontos para 57.2.

□ **O mercado de trabalho continua a dar mostras de uma evolução positiva, fazendo questionar a noção de que se encontra já em pleno emprego:** apesar de os novos empregos criados em Março terem ficado em apenas 98 mil, a taxa de desemprego registou, por sua vez, uma descida em duas décimas para 4.5%. O acréscimo mensal médio de empregos no trimestre foi de 178 mil, ligeiramente abaixo dos 187 mil no mesmo período do ano passado. Além disso, a média-móvel de 4 semanas dos pedidos de subsídio de desemprego, para a semana terminada a 31 de Março, fixou-se em 250 mil pedidos, um número bastante abaixo dos 300 mil. **Por outro lado, os ganhos salariais seguem abaixo dos 3%, tendo descido para 2.7% yoy em Março.**

□ **Finalmente, a administração Trump continua a ser fonte de alguma incerteza.** A não aprovação da reforma Republicana ao Obamacare, não sendo por si só fonte de grandes efeitos económicos, é um indicador importante quando à capacidade de implementação de políticas da nova administração. De facto, parece mais difícil chegar-se a uma reforma fiscal mais abrangente, comparada a uma mera descida de taxas menos ambiciosa. Por outro lado, devido à exigência de neutralidade fiscal, o facto de não se cortar significativamente nos custos de saúde implica que a folga para a redução de receita de impostos é agora bastante menor, o que trará margem para uma decepção nos mercados americanos.

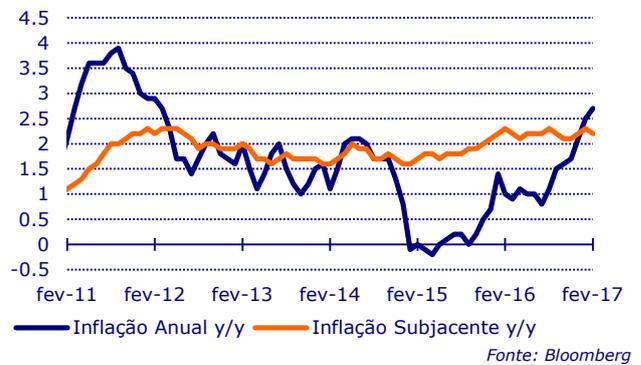
Consumo sólido, investimento a recuperar, efeito temporário prejudica exportações

(pontos percentuais)



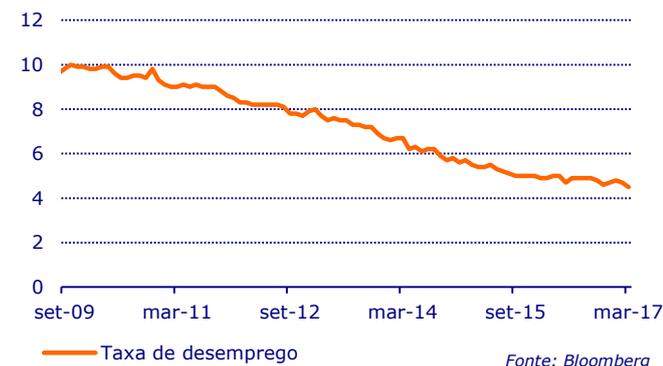
IPC anual subiu para 2.7% em Fevereiro, mas core manteve-se contida

(taxa de variação homóloga)



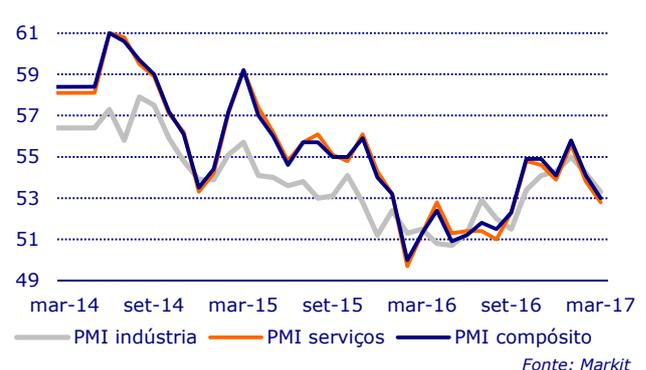
Espera-se uma criação de emprego sólida em Março

(percentagem da população activa)



PMI's mostram desaceleração depois do pico

(índice)



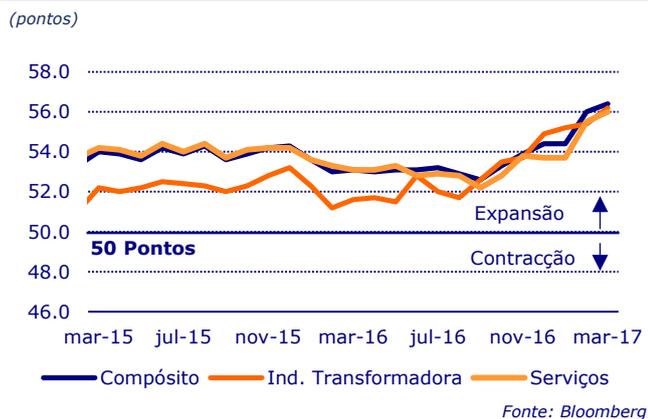
ECONOMIAS

ZONA EURO - DESACELERAÇÃO DO RITMO DE CRESCIMENTO DOS PREÇOS EM MARÇO TERÁ SIDO PONTUAL

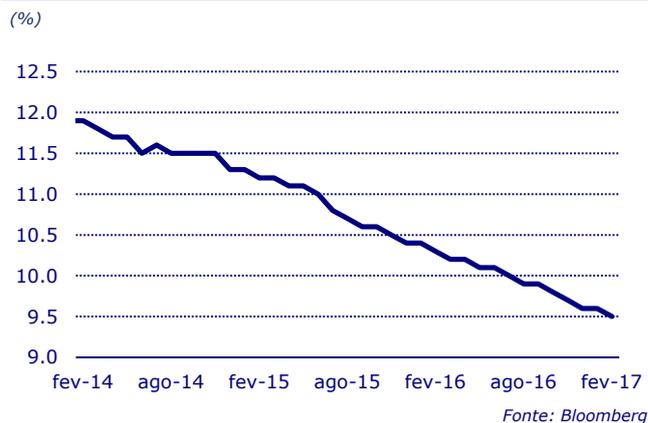
▫ **Actividade económica na área do euro continua a acelerar.** O indicador PMI compósito aponta para um aumento de 0.4 pontos para 56.4 em Março, um máximo de 71 meses, beneficiando do desempenho registado nos dois sectores analisados: indústria transformadora (+0.8 pontos para 56.2) e serviços (+0.5 pontos para 56.0). Para esta *performance* contribuíram a produção e o crescimento das novas encomendas, enquanto o emprego cresceu ao nível mais elevado em 9 anos e meio. A pressão sobre o emprego poderá apontar para uma redução gradual da taxa de desemprego no mês de Março (a estimativa será publicada a 2 de Maio), acompanhando a queda verificada em Fevereiro para 9.5%, o valor mais baixo em 8 anos. Ao mesmo tempo, nota para o optimismo dos empresários, avaliado pelo respectivo sub-índice, que voltou a registar um nível máximo em Março. A Alemanha destaca-se no conjunto das economias analisadas, com 57.1 pontos, seguida pela Irlanda (56.9), Espanha (56.8) e França (56.8).

▫ **Ritmo de crescimento dos preços desacelera em Março.** A taxa de inflação diminuiu de 2.0% em Fevereiro para 1.5% em Março, de acordo com a estimativa do Eurostat. Para além de se ter verificado um crescimento menor dos preços dos bens energéticos comparativamente ao mês anterior (7.3% vs 9.3% em Fevereiro), é de apontar também a menor contribuição dos preços dos serviços, influenciada pelo efeito calendário da Semana Santa (que, em 2016, se tinha celebrado em Março). Este movimento, contrário ao que se tinha vindo a assistir desde a segunda metade do ano anterior, deverá ter sido pontual, considerando que os preços deverão evoluir favoravelmente com o avanço da actividade económica e recuperação do mercado laboral, a par dos efeitos de base que se deverão continuar a sentir na primeira metade deste ano; no entanto, a recuperação do preço do petróleo e o seu contributo na componente energética da inflação deverá perder força ao longo do ano, especialmente na segunda metade. A primeira estimativa da taxa de inflação de Abril será publicada a 28 de Abril.

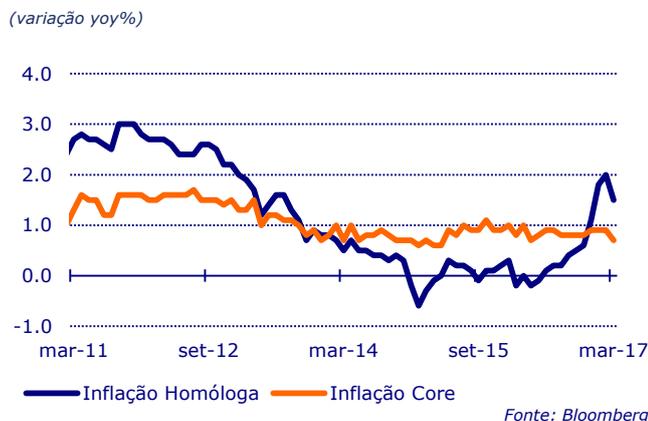
Indicadores PMI sugerem um início de ano positivo na área do euro



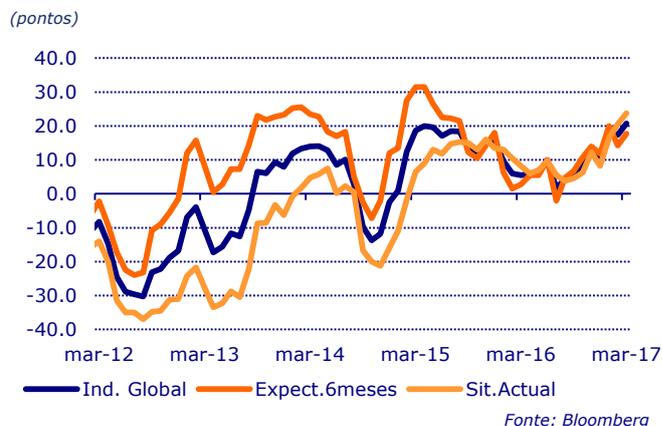
Taxa de Desemprego voltou a diminuir em Fevereiro, para um mínimo de 8 anos



Ritmo de crescimento dos preços desacelerou em Março, devido a efeitos one-off



Em Março, o Sentix (ind.global) atingiu o valor mais elevado em 10 anos



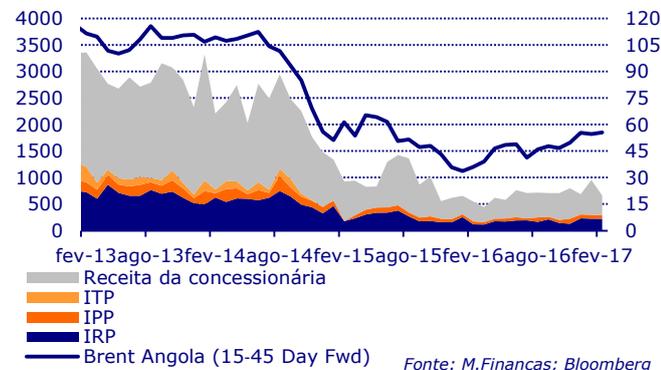
ANGOLA – DADOS FAZEM ANTEVER RECUPERAÇÃO ECONÓMICA EM 2017

□ **Os dados apontam para uma tendência de recuperação para a situação da economia Angolana no início de 2017.** No mercado petrolífero, o preço médio do barril exportado fixou-se em USD 52.9 no segundo mês do ano, 1.5% acima do mês anterior, e 83.5% maior do que em Fevereiro de 2016. Em sentido contrário, a produção de petróleo registou uma diminuição mensal de 9.4%, totalizando 47.3 milhões de barris no mês de Fevereiro. Assim, a produção média diária fixou-se em 1.58 milhões de barris diários (mbd): usando esta medida, a diminuição na produção foi de apenas 6.4%. Em comparação homóloga, a produção sofreu uma quebra de 17.2%. É de notar que a exportação de barris se encontra abaixo da quota limite determinada para Angola pelo acordo dos países produtores de petróleo, definida em 1.70 mbd. **Apesar da menor produção em comparação com o mesmo período de 2016, o aumento dos preços compensa esse facto.** Deste modo, as receitas de exportação registaram uma subida de 51.9% yoy, ainda que tenham caído 8.1% em relação a Janeiro. Há também uma indicação externa de que o cenário seja de recuperação/estabilização: **em Janeiro, as exportações portuguesas em volume para Angola subiram 35.3% yoy (+17.1% yoy em Dezembro), e 21.0% no trimestre terminado nesse mês,** o que aponta para um começo de recuperação do consumo angolano. Estas caíram 28.4% na globalidade de 2016. É também de realçar o aumento dos carregamentos de gás natural para uma previsão de 58, bastante acima dos 7 efectuados em 2016, e que permitirão a auto-suficiência do país em gás butano, segundo um administrador da Sonangol.

□ **A taxa de inflação anual em Angola voltou a diminuir no mês de Fevereiro.** De acordo com a informação divulgada pelo INE, a taxa de inflação anual, medida pelo IPC da cidade de Luanda, diminuiu de 40.39% no primeiro mês do ano para 39.45% em Fevereiro. O ritmo de crescimento dos preços continuou a beneficiar dos efeitos de base; adicionalmente, poderá ter contribuído favoravelmente a recuperação dos preços do petróleo nos mercados no início do ano e a consequente melhoria das condições de liquidez no país. Analisando a evolução mensal dos preços, é possível verificar um agravamento de 0.3 pontos percentuais face ao registado em Janeiro, para 2.59%, desempenho justificado pelo início do ano lectivo em Fevereiro, que levou a que os preços da Educação aumentassem em 43.89%/m. **As reservas internacionais líquidas de Angola registaram uma subida em Fevereiro para USD 20.89 mil milhões.** O nível de reservas em Janeiro era de USD 20.3 mil milhões, sendo que estes valores têm rondado a casa dos USD 20 mil milhões desde Outubro, depois de passar um largo período, até Julho de 2016, no patamar mais elevado de USD 24 mil milhões.

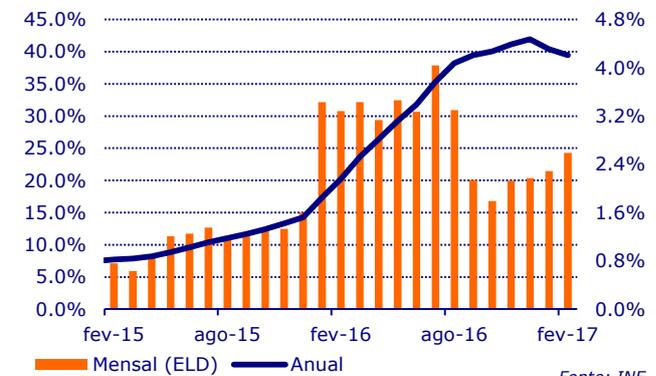
Subida do preço do barril exportado suporta receitas

(milhões de USD; USD)



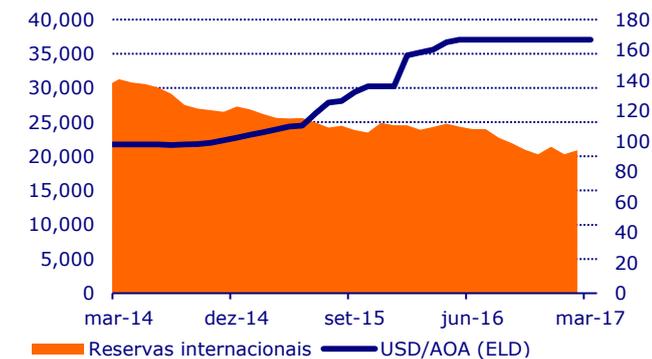
Inflação homóloga segue em queda no início de 2017

(yoy%; mom%)



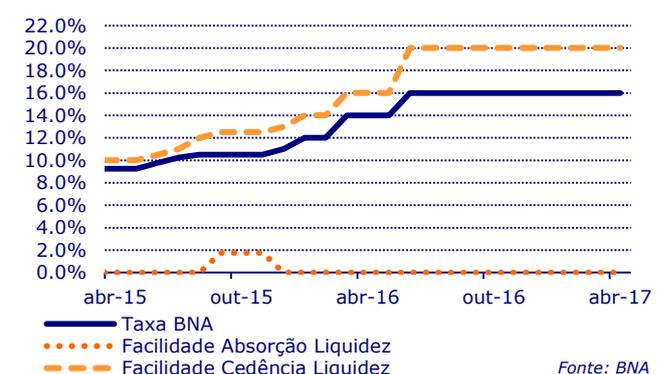
Reservas ainda acima dos USD 20 mil milhões

(milhões USD; x kwanzas por USD)



As taxas de política monetária continuam estáveis

(percentagem)



MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

BREXIT E A LIBRA

- Formalmente foi accionado o artigo 50 do Tratado de Lisboa e o Reino Unido e a União Europeia vão iniciar em breve os contactos de negociação para a desvinculação dos britânicos do espaço económico europeu. O Presidente do Conselho Europeu, Donald Tusk, terá já escrito a resposta ao pedido do Reino Unido, que estará a ser analisada pelos restantes membros da União para ser discutida e aprovada no Conselho Europeu de 29 de Abril. Assim, as negociações formais terão início a partir de Maio. Mas o *timing* em perspectiva parece curto para que todos os pontos sejam discutidos, negociados e aprovados pelas duas equipas. O representante máximo da UE para as negociações, Michel Barnier, referiu recentemente que a data limite para o acordo será **Outubro de 2018**, para permitir que os parlamentos dos 27 Estados-Membros tenham tempo suficiente para o ratificar nos respectivos parlamentos (se não for prolongado o prazo, serão apenas ano e meio de contactos). A tarefa mostra-se hercúlea, e é considerando que tudo correrá dentro do planeado, não descontando um *hard Brexit* (saída sem acordo). No que respeita aos efeitos económicos, por mais que se tente minimizar, eles existirão nos dois lados, possivelmente com maior expressão no Reino Unido, o país que sai. Existem já inúmeras empresas (algumas ligadas ao centro financeiro londrino) que começaram a implementar os planos de contingência e a deixar o país, querendo-se manter dentro do mercado único. Outra questão que está a ser encarada como muito difícil é a chamada "conta" que o Reino Unido terá de pagar antes de sair. O Presidente da Comissão Europeia, Jean-Claude Juncker, referiu 50 mil milhões de libras. O negociador líder do lado britânico rejeitou tal valor.
- Acreditamos que neste ambiente, a GBP tenderá a ser transaccionada a níveis mais fracos face às restantes moedas. No caso do EUR/GBP, patamares psicológicos como 0.90 e 0.95 podem ser plausíveis, correspondendo a depreciações da esterlina de 6% e 12%, respectivamente, em relação ao valor actual.
- No caso do dólar, a sua evolução está dependente de dois factores fundamentais: novas subidas das taxas de juro ao longo do ano (já estão descontadas duas subidas de 25 pontos base, ou seja, efeito neutral; tudo o que seja diferente deste valor trará volatilidade); terá a Administração Trump capacidade de estimular a economia norte-americana? (nomeadamente através de uma reforma fiscal, de contornos políticos difíceis?). Esta é uma das questões cruciais para o dólar. Entretanto, do lado do euro existe um ambiente mais favorável, sendo sentido uma maior dinâmica económica na Zona Euro. Uma antecipação pelo mercado de alterações na política monetária do BCE dará suporte ao euro.

USD mostra volatilidade e perda de valor face ao EUR; JPY firme em relação ao USD

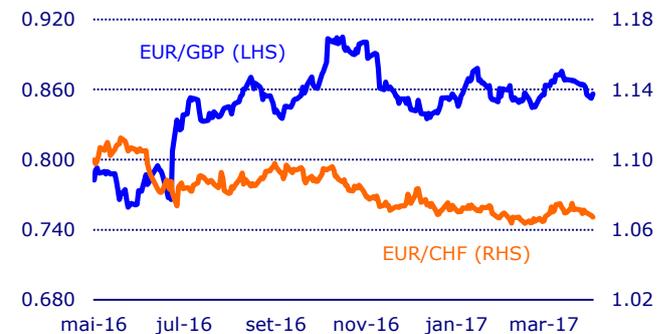
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

EUR/GBP e EUR/CHF mostram evoluções de cariz mais lateral, para além da menor volatilidade

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



Fonte: Reuters, BPI

EUR subavaliado em relação a USD, JPY e CHF; EUR sobreavaliado face à GBP

04.Abr.2017

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.0909	1.0514	-3.62%
EUR/JPY	122.12	120.24	-1.54%
EUR/GBP	0.7726	0.8556	10.75%
EUR/CHF	1.0845	1.0651	-1.79%

Fonte: BPI.

Cotações a Prazo

04.Abr.2017

Moedas	3 Meses	6 meses	1 Ano
EUR/USD	1.0691	1.0741	1.0856
EUR/JPY	117.67	117.73	117.87
EUR/GBP	0.8577	0.8594	0.8634
EUR/CHF	1.0683	1.0651	1.0634

Fonte: BPI.

MERCADOS

MERCADO MONETÁRIO

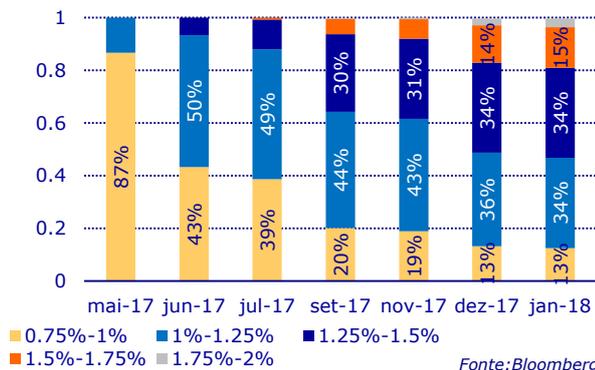
NORMALIZAÇÃO DE PM NOS EUA

▫ **Confirmou-se a antecipação do ciclo de normalização da política monetária nos EUA, tendo a Reserva Federal elevado a taxa de juros dos *fed-funds* para 0.75-1.0%, esperando-se, até ao final do ano, mais duas subidas: a próxima provavelmente em Junho e a segunda em Setembro.** No final do ano, o intervalo situar-se-á em 1.25-1.50%. Perante o processo de normalização do nível da taxa dos *fed-funds*, intensifica-se a discussão quanto a uma possível alteração na política de reinvestimentos dos títulos de longo prazo adquiridos ao abrigo dos programas de política monetária não-convenicional. Provavelmente, o processo de redução da dimensão do balanço ocorrerá de forma gradual e estará dependente da evolução da actividade económica. Esta discussão tenderá a reforçar-se ao longo do ano, sendo provável que este banco central anuncie a redução da dimensão do seu balanço até ao final deste ano, começando o processo em 2018. Este processo reforçará o carácter mais restritivo da política monetária norte-americana, atenuando um suporte importante aos vários segmentos do mercado de dívida pública nos EUA.

▫ **O Banco Central Europeu adoptou uma postura mais optimista quanto às suas perspectivas para a evolução do cenário macroeconómico, revendo o enriesamento dos riscos associados para um patamar mais neutral.** O enfoque para a alteração do cariz ultra-expansionista continua no comportamento da inflação, sobretudo a subjacente, a qual deverá apresentar uma tendência sustentada de aceleração antes do BCE anunciar a redução dos estímulos monetários. A ultrapassagem das incertezas no campo político e a confirmação de um cenário mais benigno para o comportamento dos preços ao longo do ano, reforçaria a possibilidade desta autoridade monetária anunciar no terceiro trimestre que reduzirá o montante das compras mensais a partir de Janeiro de 2018. No que concerne aos níveis das taxas poder-se-á observar também a alteração da taxa marginal de absorção a partir de meados de 2018, mas não da taxa principal de refinanciamento que se manterá em 0.0% pelo menos até meados de 2019.

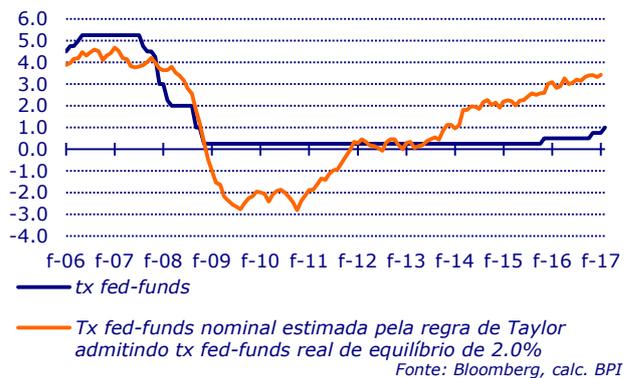
Probabilidades implícitas nos futuros da taxa dos *fed-funds* 3-Abr-17

(probabilidades implícitas nos futuros dos *fed-funds*)



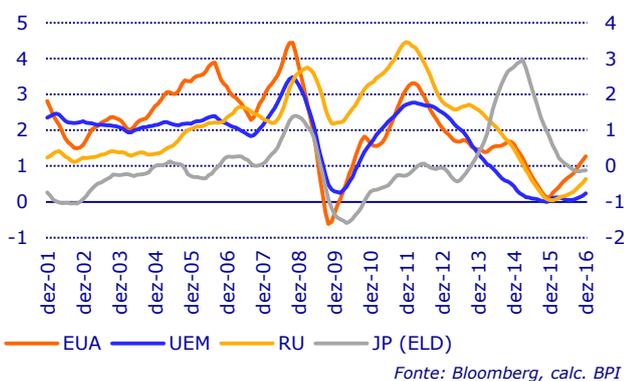
Taxa dos *fed-funds* estimada pela regra de Taylor

(%)



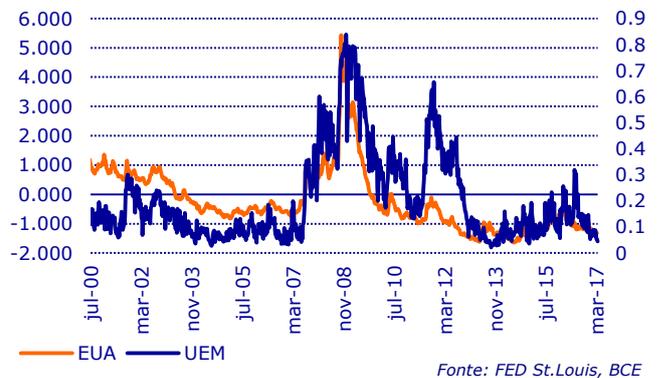
Inflação média anual: sinais de aceleração

(%, %)



Índice de stress financeiro

(yoy)



MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

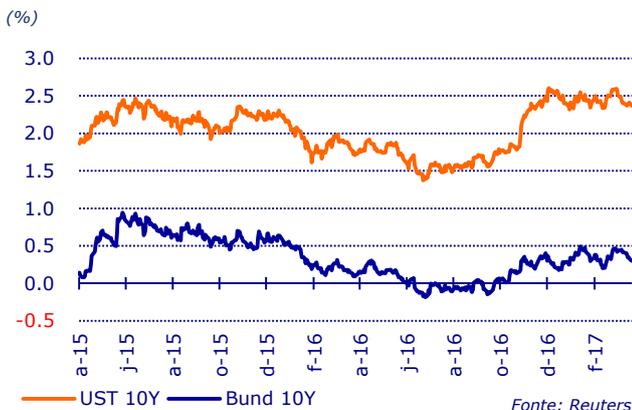
MERCADOS

APROXIMAÇÃO DE NÍVEIS NEUTRAIS NO MLP

▫ **Mercados desenvolvidos:** O mercado de taxa fixa está condicionado por factores de incerteza, centrados nos resultados das eleições Presidenciais francesas em Abril/Maio. Embora as sondagens apontem para a derrota de Le Pen na segunda volta, os investidores estarão a adoptar comportamentos mais cautelosos, aumentando a procura por activos com menor risco e pressionando em baixa as *yields* dos títulos alemães. Outro importante factor de ajustamento neste mercado foi a surpresa relativa à taxa de inflação de Março na UEM, francamente abaixo das previsões. O *Bund* 10y transacciona em torno de 0.25%, o que parece sintomático da cautela dos investidores, tanto mais se se tiver presente que as compras de dívida pública alemã pelo BCE se têm fixado nos prazos mais curtos. Em Março, a dívida média dos títulos alemães adquiridos pelo BCE foi de 4.7 anos, pouco acima da vida média dos comprados em Fevereiro (4.3), mas abaixo das maturidades adquiridas até Janeiro que se situavam nos dez anos, (desde Janeiro o BCE passou a poder comprar títulos com *yields* abaixo da taxa de absorção de liquidez). O ambiente de maior incerteza reflecte-se também no alargamento dos prémios de riscos exigidos aos países *core* da zona euro, com destaque para a dívida pública francesa a 10 anos, cujo *spread* face ao *bund* alemão aumentou cerca de 20 pontos base (p.b.) desde o início do ano. Estes comportamentos manter-se-ão no curto-prazo, não se descartando a possibilidade de valorização dos preços dos títulos europeus considerados menos arriscados. Os factores fundamentais explicativos do mercado de taxa fixa continuam a sugerir movimentos de subida das *yields*, ie, queda dos preços, pelo que, num cenário não disruptor, continuamos a atribuir maior probabilidade a que o mercado de taxa fixa se mostre menos atractivo ao longo de 2017.

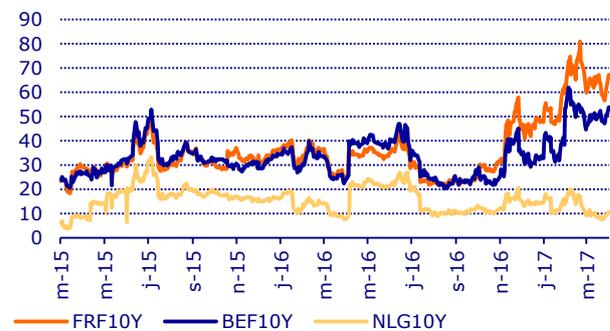
▫ **Mercados periféricos:** O prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos face ao *Bund* com prazo igual parece estar a estabilizar em torno dos 350-370 pontos base. Em Março, o BCE comprou 663 milhões de euros, elevando para 26.6 mme o total de OTs compradas ao abrigo do programa de compra de activos de longo prazo (cerca de 24% do saldo vivo das OT's) e para 2 MME o montante comprado no 1T17, os quais representam cerca de 37% do montante emitido pelo IGCP em 2017. Com base nos últimos dados disponíveis relativos à dívida portuguesa que o BCE detém ao abrigo do programa SMP (9.2 MME), o limite de 33% que o BCE pode comprar, as compras até Março e a previsão do IGCP para a emissão de OTs em 2017, estima-se que o montante disponível para ser adquirido pelo BCE até ao final do ano será de aproximadamente 4.2 MME, o que a confirmar-se poderá implicar a redução do ritmo de compras para cerca de 0.5 MME mensais de forma a manter um ritmo constante até ao final previsto do programa. O montante que o BCE poderá comprar até ao final do ano representará cerca de 44% do montante que ainda falta emitir.

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



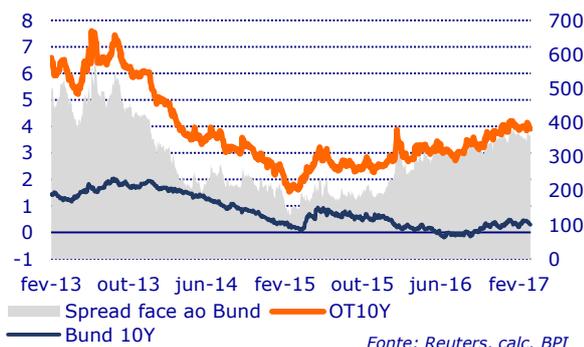
UEM: Spreads mercados core reflectem maior incerteza

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



Evolução das yields e prémio de risco

(yields, prémio de risco OT's / Bunds 10Y)



Programa de aquisição de dívida pública do BCE

(mil milhões de euros)

	2015	2016	2017	2018
Necessidades brutas de financiamento	52.2	42.8	36.2	30.8
Emissões de OT's	25.3	18.5	15.0	15.2
Compras pelo Banco Central	11.2	13.4	6.2	5.0
% das necessidades de financiamento	22%	31%	17%	16%
% das emissões de OT's	44%	72%	41%	33%
Emissões de OT's já realizadas			5.5	
% das emissões previstas para 2017			37%	
Compras pelo BCE:				
Entre Jan-Mar 2017			2.0	
% das emissões realizadas em 2017			36%	
Desde o início do programa (Mar 2015)			26.6	
% da dívida elegível (OT's prz > 1ano)			24%	

Fonte: IGCP, BPI, Bloomberg.

MERCADOS

MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

REDUÇÃO DE COMPRAS NO BCE E PERSPECTIVAS MENOS BOAS NOS EUA FARÃO AUMENTAR RISCO

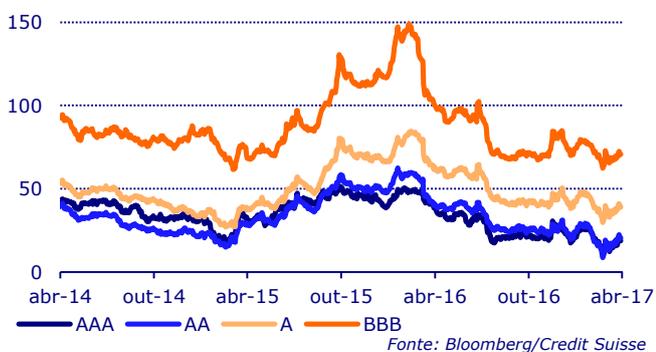
▫ **Com o início de redução de compras de activos por parte do BCE, a dívida *corporate* europeia começa a tornar-se menos atractiva.** Ainda que o programa, cujo fim previsto é o final deste ano, deva durar pelo menos até meio de 2018, a redução das compras de EUR 80 mil milhões para EUR 60 mil milhões é um sinal de que a dívida empresarial deverá estar menos suportada no futuro. Neste caso, a questão europeia insere-se num movimento mais global, em que a mudança de direcção das políticas de vários bancos centrais deverá trazer uma maior volatilidade e uma eventual desvalorização de alguns activos. **Estando ainda num patamar muito baixo, os *spreads* iniciaram uma tendência de ligeira subida, voltando acima dos 70 pontos base no caso da dívida especulativa.**

▫ **Do outro lado do Atlântico, os *spreads* estão a subir,** estando a aproximar-se dos níveis verificados em Janeiro de 2016, altura em que se verificou uma grande volatilidade devido aos receios de significativo abrandamento na China, e preços petrolíferos bastante em baixa. Nesta altura, as movimentações prendem-se com uma correcção das expectativas face ao demasiado optimismo das políticas da administração Trump. Por um lado, os *spreads* estão ainda mais estreitos em comparação com o mesmo período do ano passado, suportados por uma recuperação no preço do petróleo e perspectivas mais optimistas para a economia. **No entanto, estes factores estão a ser questionados: por um lado, o mercado petrolífero parece não dar sinais de uma recuperação sustentada muito acima dos USD 50,** o que parece insuficiente para suportar muitas das energéticas que compõem a maioria da dívida *high-yield* americana; **por outro, a expectativa de desempenho da economia é agora menos robusta e a avaliação da capacidade de Trump para aplicar medidas positivas é muito mais moderada.**

▫ **Neste cenário de subida apenas moderada dos *spreads*, as empresas estão a aproveitar para se financiarem a custos ainda muito baixos:** por exemplo, a dívida emitida por empresas e bancos norte-americanos no 1º trimestre deste ano atingiu a quantia recorde de USD 387.6 mil milhões, de acordo com a Bloomberg. Por outro lado, os *defaults* diminuíram no segmento *high-yield* europeu, para 2.19% (mínimo desde Fevereiro de 2015), registando também uma diminuição nos EUA para 5.42% (mínimo de 1 ano).

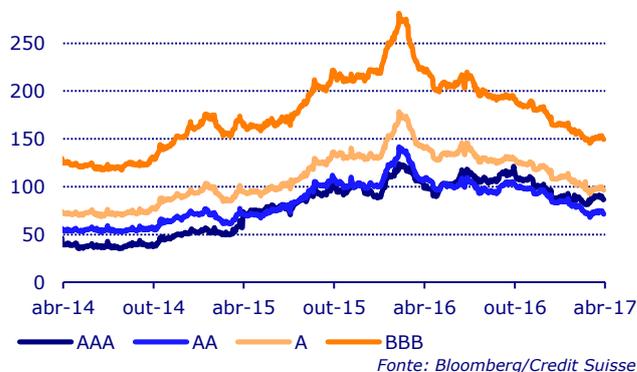
Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



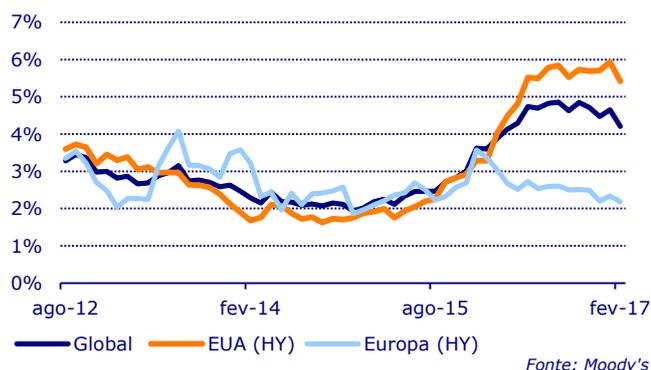
Spreads da dívida diversa face ao swap (EUA)

(pontos base)



Taxas de incumprimento - Rating Especulativo

(percentagem)



Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

MERCADOS GENERICAMENTE BULLISH, MAS EXPECTANTES

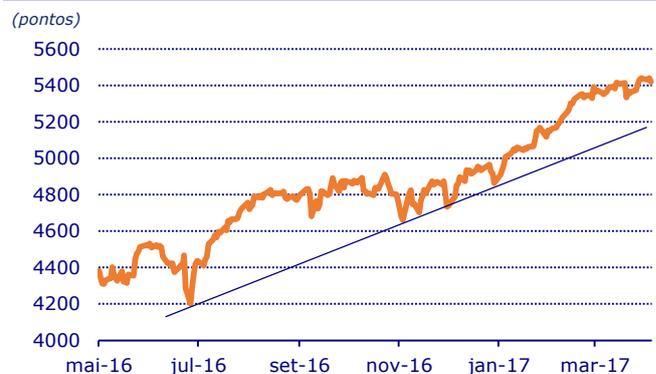
- **Desde o início do ano, considerando que já passou o 1º trimestre, os principais índices bolsistas acumulam ganhos, nalguns casos com bastante expressão.** Existe um sentimento geral positivo, que acompanha expectativas igualmente satisfatórias relativamente à dinâmica económica que emerge nos principais blocos económicos. No caso dos índices norte-americanos, tanto DJI, como S&P500 e NASDAQ alcançaram níveis máximos recorde (DJI e NASDAQ ultrapassaram os níveis psicológicos dos 20 mil e dos 5 mil pontos, respectivamente). DJI e S&P500 acabaram posteriormente por estabilizar e o NASDAQ prossegue acentuando a tendência *bullish*, encontrando-se presentemente a registar novos máximos sucessivos. Confirma-se que existe um regresso expressivo dos investidores às tecnológicas, cujas empresas se apresentam com grande dinamismo e com carteiras de projectos renovadas. DJI e S&P500 representam a "outra" indústria, que aguarda pelos estímulos prometidos pela Administração Trump. De facto, os valores máximos de sempre registados resultaram de expectativas muito positivas em relação às promessas do novo Presidente norte-americano face a um conjunto de estímulos económicos, nomeadamente ao nível da reforma do sistema fiscal. Com atraso neste programa, que poderá só ser implementado em 2018, e a nota negativa transmitida pelo revés no Congresso acerca da remoção da anterior política da saúde (Obamacare), os investidores mostraram-se decepcionados e receosos quanto à capacidade do governo em alterar as actuais condições fiscais. Assim, presentemente tanto o DJI como o S&P500 espelham a desilusão, com uma estabilização dos índices. Existe igualmente algum receio quanto à evolução da inflação e à actuação da Fed, mesmo com um ritmo de crescimento dos EUA mais moderado. Se a economia não acompanhar uma evolução mais acentuada da inflação e das taxas de juro, é previsível uma fuga das bolsas a prazo.
- **Na Europa, o ambiente económico também está a melhorar, acompanhado pela política monetária ultra expansionista, com taxas negativas na curva de rendimento até 1 ano. Neste contexto, os activos de maior risco mantêm a sua atractividade.** No entanto, o risco político (eleições presidenciais em França) está presente, sendo de algum modo limitativo de um movimento de compra mais expressivo. Ultrapassada essa barreira (se Macron ganhar), acredita-se numa maior aposta nas bolsas europeias. Para já IBEX35 e DAX lideram os ganhos trimestrais.
- **PSI20 e IBEX35 estão gradualmente a construir tendências de subida, tendo já acumulado ganhos de 6% e 11%, respectivamente, em 2017.** O PSI20 está muito próximo da barreira psicológica dos 5000 pontos. O mercado português está a beneficiar do ambiente internacional, do melhor andamento da economia portuguesa, da recuperação do BCP e da recente estratégia de aquisição da EDP em relação à EDP renováveis.

Evolução dos principais índices bolsistas

	02.01.2017 (abertura)	04.04.2017 (fecho)	variação %
DJI (*)	19938.53	20689.24	3.8
S&P500 (*)	2251.57	2360.16	4.8
NASDAQ (*)	4900.85	5440.41	11.0
EUROSTOXX50	3278.84	3481.66	6.2
DAX	11426.38	12282.34	7.5
CAC40	4845.96	5101.13	5.3
FOOTSIE100 (*)	7177.89	7321.82	2.0
IBEX35	9332.6	10361.2	11.0
PSI20	4675.79	4956.46	6.0
NIKKEI225 (*)	19594.16	18810.25	-4.0
HANG SENG (*)	21993.36	24400.8	10.9

Nota: (*) 03.01.2017

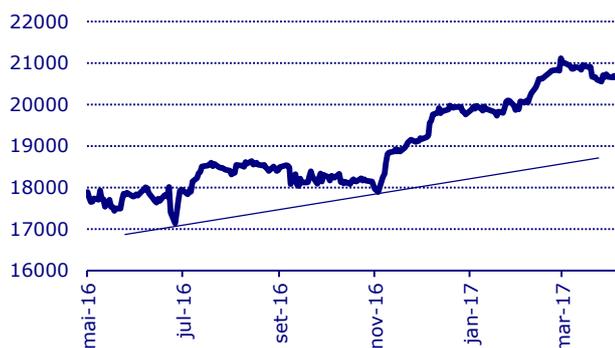
NASDAQ em novos máximos de sempre



Fonte: Reuters

DJI corrigiu de máximos e aguarda novos factores

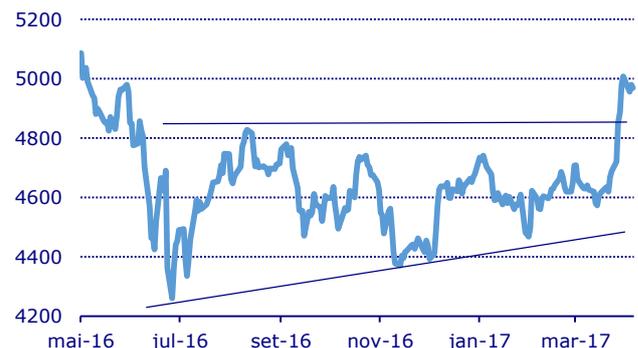
(base 100=Janeiro 2017)



Fonte: Reuters

PSI20 descola e ultrapassa área de resistência

(índice)



Fonte: Reuters

O PREÇO DO PETRÓLEO CORRIGIU, AJUDADO PELO DÓLAR

Entre Dezembro e Fevereiro, o preço do Brent estabilizou e consolidou entre \$55 e \$56, reflectindo o acordo de redução da produção dentro da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) e na Rússia e a expectativa de aumento da procura ao longo de 2017. E efectivamente, os dados conhecidos mostram que a maioria dos países da organização estão a cumprir com o acordado, embora se saiba que não existe grande vontade em prolongar o acordo para lá de Junho (data estabelecida para o fim do acordo), existindo o perigo de que a remoção prematura das quotas actuais ponha em causa o maior equilíbrio de mercado alcançado. Entretanto, ocorreu um expressivo movimento de correcção do preço em resultado da variação cambial do dólar, mais do que qualquer outro factor de mercado. De facto, em Março, o EUR/USD registou o valor mais alto do ano, 1.0904, tendo o índice do dólar DXY (valor do USD em relação ao cabaz de moedas que inclui o EUR, JPY, GBP, CAD, SEK e CHF) chegado ao mínimo 98.9, reflectindo algum desapontamento com as iniciativas económico-financeiras da nova Administração norte-americana, embora a economia se mantenha dinâmica. Recorde-se que o mercado do petróleo é maioritariamente expresso em dólares.

Entretanto, existem factores de mercado que no futuro podem ganhar maior definição e dar suporte aos preços: o aumento do consumo, previsto pela Agência Internacional de Energia (AIE), sobretudo nas Américas, na Europa e na ex-URSS; a inversão dos *stocks*, que alcançaram recentemente valores máximos e já começaram a diminuir, ganhando maior mobilidade e influência futura.

Factor contrário será o aumento da produção nos EUA, através dos produtores de *shale oil*, pois os actuais preços já dão margem de ganho, ao considerar-se que o *break-even* estimado se encontra entre \$35 e \$40.

O preço do crude, depois de estabilizar entre \$55 e \$56, corrigiu para valores próximos de \$50

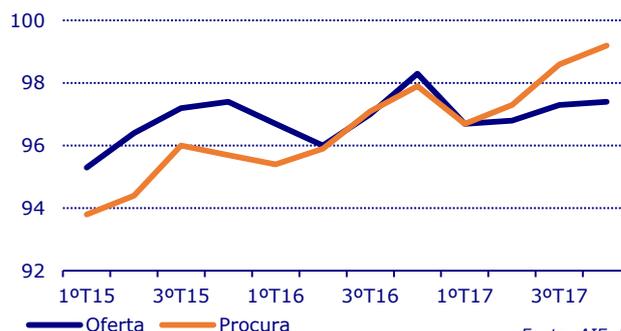
(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

A AIE prevê consumo crescente ao longo do ano, a ultrapassar a oferta

(milhões barris/dia (mb/d))



Fonte: AIE, BPI

Nota: os valores de 2017 consideram a produção da OPEP inalterada em 39 mb/d

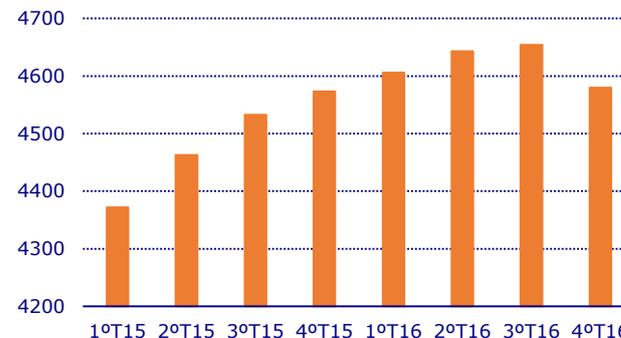
Produção da OPEP (milhões de barris por dia/mbd)

	Jan. 2017	Fev. 2017	Cenário central	Corte acordado	Corte efectuado
Argélia	1.05	1.05	1.09	-0.05	-0.04
Angola	1.64	1.66	1.75	-0.08	-0.09
Equador	0.53	0.53	0.55	-0.03	-0.02
Gabão	0.20	0.20	0.20	-0.01	0.00
Irão	3.75	3.82	3.71	0.09	0.11
Iraque	4.45	4.40	4.56	-0.21	-0.16
Kuwait	2.71	2.71	2.84	-0.13	-0.13
Qatar	0.61	0.61	0.65	-0.03	-0.04
A.Saudita	9.80	9.98	10.54	-0.49	-0.56
E.A.Unidos	2.96	2.90	3.01	-0.14	-0.11
Venezuela	2.05	2.05	2.07	-0.10	-0.02
Total (11)	29.75	29.91	30.97	-1.16	-1.06
Líbia*	0.69	0.67	-	-	-
Nigéria*	1.40	1.43	-	-	-
Total OPEP	31.84	32.01	-	-	-

Fonte: Agência Internacional de Energia.
Nota: *excluídos de fazer cortes de produção

Total de *stocks* da OCDE* - depois de um pico máximo, iniciou-se a diminuição

(milhões barris)



Fonte: AIE, BPI

Nota: *inclui stocks dos Estados e de companhias privadas constituídos para fins de emergência

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	2.3	-4.2	-4.3	-4.8	96.8	97.3	97.8	-2.6	-3.0	-3.1	4.9	4.7	4.5	1.6	2.3	2.6
Japão	-0.1	0.7	0.8	-4.6	-4.5	-4.0	244.9	246.4	247.9	3.8	3.3	3.8	3.1	3.0	2.9	0.9	1.0	0.8
UE	0.3	1.8	1.7	-1.9	-1.7	-1.6	85.1	84.8	83.6	2.1	1.9	1.9	8.5	8.1	7.8	1.9	1.8	1.8
UEM	0.3	1.5	1.4	-1.8	-1.6	-1.5	91.3	90.4	89.3	3.4	3.1	3.1	10.1	9.6	9.2	1.7	1.6	1.5
Alemanha	0.4	1.7	1.7	0.5	0.3	0.3	68.4	65.8	63.0	8.8	8.3	8.1	4.6	4.5	4.5	1.8	1.6	1.7
França	0.3	1.3	1.3	-3.3	-3.1	-2.9	97.1	97.8	98.3	-1.2	-1.2	-1.2	9.9	9.6	9.3	1.2	1.3	1.5
Itália	-0.1	1.1	1.3	-2.4	-2.4	-2.1	132.7	132.8	132.5	2.6	2.3	2.1	11.6	11.4	11.1	0.9	0.8	0.9
Espanha	-0.3	1.8	1.5	-4.6	-3.5	-2.0	100.2	100.3	99.8	1.8	1.6	1.4	19.7	17.9	16.6	3.2	2.4	2.1
Holanda	0.1	1.2	1.5	-0.8	-0.2	-0.1	63.1	61.5	59.6	8.0	7.8	7.4	6.3	5.7	5.4	2.0	1.9	1.8
Bélgica	1.8	1.9	1.7	-2.9	-2.3	-2.1	106.4	105.7	104.7	0.9	1.6	1.7	8.0	7.6	7.4	1.3	1.4	1.6
Áustria	0.9	1.7	1.8	-1.4	-1.2	-0.8	84.3	82.7	81.1	2.5	2.2	2.4	6.1	6.3	6.3	1.5	1.4	1.4
Finlândia	0.4	1.2	1.2	-2.5	-2.4	-2.0	65.2	67.1	68.5	-0.6	-0.5	-0.4	8.8	8.6	8.3	1.2	1.1	1.3
Grécia	0.0	1.0	1.1	-2.6	-1.7	-1.0	179.5	178.0	174.7	-0.2	0.0	0.1	23.5	22.5	21.6	0.2	1.9	2.1
Irlanda	-0.3	1.0	1.5	-0.9	-0.5	-0.3	76.2	74.6	72.6	9.8	9.3	8.7	8.0	7.3	6.9	4.4	3.4	3.0
Reino Unido	0.8	2.6	2.9	-3.5	-3.1	-2.5	87.5	86.9	86.1	-5.4	-4.2	-3.7	4.9	5.2	5.7	1.9	1.2	1.1
Suécia	0.8	1.4	1.5	0.1	-0.1	0.4	41.7	40.3	38.9	4.6	4.8	4.8	6.9	6.8	6.7	3.3	2.6	2.2
Dinamarca	0.2	1.2	1.7	-1.1	-1.5	-1.1	39.2	39.6	39.6	8.0	7.9	7.9	6.2	5.8	5.6	1.0	1.5	1.9
Luxemburgo	0.0	1.5	1.8	1.5	0.5	0.5	21.5	23.2	24.3	4.8	4.7	5.2	6.4	6.3	6.2	3.6	3.6	3.7
Suíça	-0.4	0.3	0.7	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	1.5	1.7
Portugal	0.6	1.3	1.4	-2.4	-2.0	-1.8	130.0	128.9	125.0	1.0	0.8	1.4	11.1	10.1	10.0	1.3	1.4	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	4.3	4.5	-3.6	0.7	2.2	11.3	12.7	11.7	78.3	82.4	85.2	-9.7	-8.4	-7.4	-1.3	-1.4	-1.7	38.4	35.3	34.4
México	2.8	5.2	3.8	2.3	1.6	2.1	3.9	4.2	4.4	56.0	56.1	55.8	-2.6	-2.8	-2.5	-3.3	-2.7	-2.5	42.0	42.4	42.7
Argentina	40.0	22.8	15.0	-2.3	2.9	3.2	9.0	8.6	8.0	51.8	51.1	51.2	-1.1	-5.6	-5.2	-2.8	-2.9	-2.7	31.7	32.5	33.8
Chile	3.8	2.9	3.0	1.6	1.8	2.5	6.5	7.0	6.8	44.4	48.7	50.3	-3.0	-3.0	-3.0	-1.4	-1.7	-1.9	64.7	68.3	69.0
R. Checa	0.7	2.1	2.0	2.5	2.6	2.6	4.0	5.0	4.8	39.8	38.8	37.8	0.0	-0.5	-0.5	1.9	1.0	1.0	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	2.0	2.1	2.8	3.2	3.2	6.2	7.7	7.6	53.1	54.0	54.0	-2.5	-2.9	-3.0	-0.3	-1.0	-1.2	70.7	68.1	64.6
Hungria	0.4	2.5	2.7	1.9	2.9	2.9	4.3	4.5	4.6	75.3	75.1	74.1	-1.8	-2.4	-2.3	4.9	3.6	3.0	103.4	96.3	86.4
Rússia	7.1	4.4	4.3	-0.2	1.2	1.6	5.5	5.4	5.3	17.1	17.9	18.6	-3.9	-2.7	-2.0	1.9	2.6	2.4	39.1	34.9	34.2
China	2.0	2.2	2.3	6.7	6.5	6.2	4.0	4.1	4.1	46.3	49.9	52.6	-3.1	-3.5	-3.5	2.0	2.0	1.9	10.2	9.6	9.8

Fonte: Bloomberg; IIF; FMI.

Nota: Média de previsões de várias instituições de research consultadas pela Bloomberg.

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EUA	1.6%	2.3%	2.4%	1.3%	2.6%	2.0%
Zona Euro	1.7%	1.7%	1.7%	0.2%	1.5%	1.6%

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	2.3	2.0	1.4
Consumo público	0.8	0.6	0.5
Formação Bruta de Capital	-0.9	3.9	3.3
Exportações	4.4	4.0	2.5
Importações	4.4	5.0	2.5
PIB	1.4	1.5	1.5
Défice Orçamental (PDE)	2.1	1.9	1.7
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**

06.Abr.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.08	1.05	1.06	1.08	1.08
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.06	1.08	1.10	1.12
USD/JPY	112.38	115.00	116.00	117.00	117.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	113.00	115.00	118.00	118.00
EUR/JPY	121.51	121.00	121.00	122.00	122.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	119.78	124.20	129.80	132.16
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.87	0.87
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.87	0.88	0.90	0.95
EUR/CHF	1.07	1.07	1.08	1.08	1.08
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.06	1.07	1.09	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

Taxas de Juro

06.Abr.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%	-0.34%	-0.33%	-0.32%	-0.30%	-148	-176	-191	-205	-242
EUR (Prev. BPI)	-	-0.33%	-0.32%	-0.30%	-0.26%	-	-153	-177	-190	-211
USD	1.15%	1.42%	1.58%	1.73%	2.12%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	1.20%	1.45%	1.60%	1.85%	-	-	-	-	-
JPY	0.04%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.01%	-111	-142	-158	-174	-213
JPY (Prev. BPI)	-	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	-	-118	-143	-158	-183
GBP	0.34%	0.38%	0.39%	0.39%	0.42%	-81	-104	-119	-134	-170
GBP (Prev. BPI)	-	0.35%	0.36%	0.38%	0.40%	-	-85	-109	-122	-145
CHF	-0.73%	-0.78%	-0.77%	-0.76%	-0.76%	-188	-220	-235	-249	-288
CHF (Prev. BPI)	-	-0.73%	-0.73%	-0.72%	-0.70%	-	-193	-218	-232	-255
Taxas de juro 10 A										
POR	3.93%	4.07%	4.35%	4.50%	4.75%	158	142	157	160	166
POR (Prev. BPI)	-	4.06%	4.00%	4.05%	4.55%	-	156	125	105	105
ALE	0.27%	0.47%	0.59%	0.71%	0.93%	-209	-218	-219	-219	-216
ALE (Prev. BPI)	-	0.46%	0.50%	0.55%	0.75%	-	-204	-225	-245	-275
EUA	2.35%	2.65%	2.78%	2.90%	3.09%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.50%	2.75%	3.00%	3.50%	-	-	-	-	-
JAP	0.06%	0.07%	0.08%	0.09%	0.10%	-229	-258	-270	-281	-299
JAP (Prev. BPI)	-	0.07%	0.08%	0.09%	0.12%	-	-243	-267	-291	-338
RU	1.07%	1.44%	1.55%	1.64%	1.77%	-128	-121	-123	-126	-132
RU (Prev. BPI)	-	1.20%	1.25%	1.40%	1.50%	-	-130	-150	-160	-200
SUI	-0.14%	-0.06%	0.04%	0.17%	0.33%	-249	-271	-274	-273	-276
SUI (prev. BPI)	-	-0.13%	-0.05%	0.01%	0.05%	-	-263	-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 06-Abr-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%	0.75%-1.0%	15-Mar-17 (+25/+25 pb)	03-mai-17	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	27-abr-17	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>Balance Rate</i>	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	27-abr-17	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	12-abr-17	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	11-mai-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)	15-jun-17	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	-0.35%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	27-abr-17	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	0.75%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	04-mai-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)	02-mai-17	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	14.25%	12.25%	22-Fev-17 (-75 bp)	12-abr-17	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.25%	6.50%	30-Mar-17 (+25 pb)	18-mai-17	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	17-mai-17	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	1.35%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	25-abr-17	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	04-mai-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

06.Abr.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.10	3.20	3.25	3.30	3.30
USD/MXN	18.80	20.15	20.20	20.13	20.13
USD/ARS	15.38	16.00	16.50	17.00	17.00
EUR/CZK	27.06	26.80	26.35	26.20	26.20
EUR/PLN	4.24	4.32	4.30	4.27	4.27
EUR/HUF	310.01	311.00	310.00	310.00	310.00
USD/RUB	55.64	60.00	60.80	60.75	60.75
USD/CNY	6.90	7.00	7.00	7.08	7.08

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Legenda: BRL - Real do Brasil
 PLN - Zloty da Polónia
 MXN - Peso Mexicano
 HUF - Forint da Hungria

ARS - Peso Argentino
 RUB - Rublo da Rússia
 CZK - Coroa Checa
 CNY - Renminbi/Yuan da China

Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

06.Abr.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	12.25%	10.55%	9.35%	9.00%	8.75%	1110	913	777	727	663
MXN	6.50%	6.75%	6.90%	7.05%	7.00%	535	533	532	532	488
ARS	18.23%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1708	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CZK	0.28%	0.29%	0.31%	0.37%	0.55%	-87	-113	-127	-136	-157
PLN	1.63%	1.73%	1.75%	1.77%	1.92%	48	31	17	4	-20
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	1.00%	-25	-52	-68	-83	-112
RUB	10.75%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	960	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CNY	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.30%	320	293	277	262	218
Taxas de juro 10 A										
BRL	10.01%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	266	-	-	-	-
MXN	7.03%	7.76%	7.96%	8.01%	8.41%	202	-	-	-	-
ARS	7.63%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	439	-	-	-	-
CZK	0.85%	0.68%	0.78%	0.96%	1.40%	60	-	-	-	-
PLN	3.45%	3.75%	3.85%	3.98%	4.11%	319	-	-	-	-
HUF	3.20%	3.48%	3.48%	3.61%	3.73%	294	-	-	-	-
RUB	9.81%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	140	-	-	-	-
CNY	3.30%	3.37%	3.33%	3.33%	3.23%	304	-	-	-	-

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

Notas: A taxa de juro de curto prazo apresentada para o Brasil é a taxa Selic, para o México é a taxa overnight, para a Hungria é a base rate e para a China é a taxa de empréstimo fixada pelo banco central.

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

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA

□ **Ao longo do ano serão realizados importantes actos eleitorais na Europa que, para além do seu significado político, com repercussão evidente no projecto europeu, estão rodeados de grande incerteza e são factores potenciadores de turbulência nos mercados financeiros. No dia 15 de Março decorreram as eleições legislativas na Holanda, que estavam rodeadas de alguma preocupação pela previsível ascensão de partidos e movimentos de cariz mais radical e anti-União Europeia (ou de rejeição do actual modelo que suporta a UE). Acabou por ganhar o partido do actual PM Mark Rutte e ficaram bem colocadas outras forças pró-europeias, embora o partido de cariz mais radical, de Geert Wilders, tenha ganho maior representatividade parlamentar. A expressiva dispersão dos votos é um dos aspectos que poderá criar dificuldade na formação de um governo com suporte político estável e duradouro. Mas, passado este obstáculo, surge outro de maior importância para o destino da Europa e da União assente na existência de uma moeda e de um espaço único sem fronteiras, de livre movimentação de mercadorias, capitais e cidadãos – as eleições presidenciais em França (dia 23 de Abril/1ª volta e dia 7 de Maio/2ª volta). Seguem-se temporalmente as eleições legislativas na Alemanha (24 de Setembro), sem aparentes riscos, e prováveis eleições gerais em Itália, na tentativa de clarificação do actual espectro político.**

□ Holanda

As eleições

A Holanda é um país económica e socialmente muito avançado no contexto europeu e mundial existindo, em termos políticos, um sentimento anti-UE que tem vindo a ganhar expressão, capitalizando o desconforto e descontentamento das populações em relação a aspectos ligados com a livre circulação de cidadãos, com a imigração, com a repercussão da crise financeira dos últimos anos no rendimento das famílias, etc.. Sendo uma monarquia constitucional, o monarca é o chefe de Estado, embora com poderes limitados, exercendo alguma influência durante a formação de novos governos. O poder executivo é exercido pelo governo, com suporte legislativo do Parlamento (sistema bicameral, existindo ainda um Senado ou Câmara Alta). A votação de dia 15 foi para a Câmara dos Representantes e daqui sairá a escolha de um primeiro-ministro e de um governo, arbitrado pelo Rei, de onde o Senado não sofrerá para já alterações. Num futuro muito próximo poderão ainda surgir dificuldades de coabitação entre as duas câmaras, se forem dominadas por forças políticas opostas.

Para as eleições de Março concorreram 28 partidos ou movimentos, tendo ganho o partido VVD – Partido do Povo, Liberdade e Democracia, do primeiro-ministro Mark Rutte, embora tenha perdido deputados face à composição anterior do Parlamento, resultado de uma ainda maior dispersão dos votos. O grande derrotado foi o parceiro de coligação do governo de matriz social-democrata e de centro, o PvdA – Partido Trabalhista de Lodewijk Asscher, que ocupava o lugar de vice-primeiro ministro, tendo perdido perto de metade dos deputados. O segundo partido mais votado foi o PVV – Partido da Liberdade de Geert Wilders, que assumiu uma postura extremista em relação ao projecto europeu, captando a atenção dos mais insatisfeitos. Wilders partilha com a candidata francesa Marine Le Pen a ideia de que é essencial a existência de fronteiras para garantir a segurança do país, o que não acontece com a participação na União Europeia. Para além desta questão, a que se associa a retórica anti-imigração, as medidas de austeridade impostas pela crise (cortes em subsídios sociais, nas reformas dos pensionistas e agravamento dos custos do sistema de saúde, por exemplo) trouxeram descontentamento. O apelo populista de Wilders passou por querer fazer aprovar um projecto-lei de referendos vinculativos, de forma a referendar no futuro a permanência da Holanda na UE. **Enquanto se aguarda a formação do governo para uma nova legislatura (tarefa que se pode mostrar complexa, já que para um suporte maioritário do governo são necessários 76 assentos parlamentares), é sabido que nenhuma coligação em formação pretende ter como parceiro o partido de Wilders.**

Reino da Holanda

Capital: Amesterdão (Haia é sede do governo)

Cidade mais populosa: Amesterdão (3.7 milhões)

Outras cidades: Roterdão (2.8 milhões)

Língua: Holandês

Sistema político: Monarquia constitucional

Monarca: Guilherme Alexandre

Primeiro-ministro: Mark Rutte

Vice-primeiro ministro: Lodewijk Asscher

Entrada na UE: 25 de Março de 1957 (membro co-fundador)

Governador do Banco Central: Klaas Knot

Área total: 41 528 km² (131º)

Fronteira: Alemanha e Bélgica

População estimada (2014): 16.8 milhões (63º)

Densidade: 405.6 hab./km² (23º)

Divisão administrativa: 12 regiões, subdivididas em 403 municípios

IDH (2014): 0.922/muito elevado (5º)

Esperança de vida à nascença (2016): 80.4 anos

Taxa de iliteracia (2003): 1.0%

OPINIÃO

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

Anterior composição do Parlamento			Actual composição do Parlamento após a acto eleitoral de 15 de Março		
Partido	Líder	Deputados	Partido	Líder	Deputados
VVD - Partido do Povo, Liberdade e Democracia	Mark Rutte	40	VVD - Partido do Povo, Liberdade e Democracia	Mark Rutte	40
PvdA - Partido Trabalhista	Lodewijk Asscher	35	PvdA - Partido Trabalhista	Lodewijk Asscher	35
SP - Partido Socialista	Emile Roemer	15	SP - Partido Socialista	Emile Roemer	15
CDA - Movimento Democrata Cristão	Sybrand van Haersma Buma	13	CDA - Movimento Democrata Cristão	Sybrand van Haersma Buma	13
PVV - Partido da Liberdade	Geert Wilders	12	PVV - Partido da Liberdade	Geert Wilders	12
D66 - Democratas 66	Alexander Pechtold	12	D66 - Democratas 66	Alexander Pechtold	12
CU - União Cristã	Gert-Jan Segers	5	CU - União Cristã	Gert-Jan Segers	5
GL - GroenLinks	Jesse Klaver	4	GL - GroenLinks	Jesse Klaver	4
SGP - Partido político reformado	Kees van der Staaij	3	SGP - Partido político reformado	Kees van der Staaij	3
PvdD - Partido dos Animais	Marianne Thieme	2	PvdD - Partido dos Animais	Marianne Thieme	2
50PLUS - Movimento mais de 50	Henk Krol	1	50PLUS - Movimento mais de 50	Henk Krol	1
Independentes	-	8	Independentes	-	8
Total de assentos parlamentares		150	Total de assentos parlamentares		150

Situação económica

O actual governo tem estado focado em implementar reformas que concorram para uma maior competitividade da economia; manter as despesas do estado sob controlo, ao mesmo tempo que pretendem a sustentabilidade do sistema de segurança social; aumento gradual da idade de reforma e congelamento dos salários da função pública; a nova lei dos contratos de trabalho, entretanto implementada, que levou à diminuição do número de pessoas a trabalhar com contratos temporários; diminuição gradual dos benefícios fiscais nos empréstimos à habitação, limitando o acesso fácil ao crédito e, por conseguinte, contendo o agravamento do endividamento das famílias (matéria sensível devido ao actual alto nível de endividamento das famílias e com reflexo importante no mercado imobiliário).

Principais indicadores económicos

	2015	2016	2017 p	2018 p	2019 p
População (milhões)	16.9	17.0	17.1	17.1	17.2
PIB per capita (EUR)	39,944	40,920	42,125	43,353	44,613
PIB (EUR mil milhões)	677	697	719	742	765
PIB (v.a., %)	2.0	2.1	1.9	1.7	1.6
Consumo Privado (v.a.,%)	1.8	1.8	1.8	1.4	1.4
Consumo Público (v.a.,%)	0.2	0.8	0.7	1.0	0.9
FBCF (v.a.,%)	9.9	4.8	2.8	3.0	2.7
Export. bens e serviços (v.a.,%)	5.0	3.7	3.1	3.0	2.8
Import. bens e serviços (v.a.,%)	5.8	3.9	3.3	3.2	3.1
Produção industrial (v.a.,%)	-3.3	1.9	0.8	1.2	1.3
Rendimento disponível (v.a.,%)	3.5	3.5	2.1	2.1	2.0
Taxa de desemprego (%)	6.9	6.0	5.7	5.2	5.1
Balança fiscal (% do PIB)	-1.9	-0.9	-0.4	-0.2	-0.2
Dívida pública (% do PIB)	65.1	63.1	61.2	59.4	59.1
Inflação (HICP,v.a.,%)	0.2	0.1	1.3	1.4	1.5
Balança corrente (% do PIB)	8.7	8.2	8.1	7.9	7.7
Balança corrente (EUR mil milhões)	58.6	57.5	58.1	58.5	58.8
Balança comercial (EUR mil milhões)	44.1	52.8	-	-	-
IDE (EUR mil milhões)	65.5	-	-	-	-
Ratings:					
Moody's	Aaa			perspectiva estável	
S&P Global Ratings	AAA			perspectiva positiva	
Fitch Ratings	AAA			perspectiva estável	
- exportações diversificadas					
- um dos mais altos PIB <i>per capita</i> da U.E.					
- dívida pública sob controlo					
- <i>hub</i> do transporte europeu					
- alto endividamento das famílias					
- sector bancário com debilidades					
- economia muito dependente dos países vizinhos europeus					

Fonte: Focus Economics Consensus Forecast; Moody's; S&P Global Ratings; Fitch Ratings

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

À medida que estas reformas foram sendo introduzidas, a economia cresceu 2.1% em 2016, sendo esperado um nível semelhante em 2017. A taxa de desemprego tem vindo a decrescer de forma sustentada, chegando a 5.3% em Janeiro deste ano, enquanto a taxa média da UE no mesmo período se situava em 8.1% (também com tendência decrescente). O saldo orçamental mostra-se ligeiramente negativo (-0.9% em relação ao PIB em 2016 e espera-se -0.4% em 2017) e a dívida pública tem vindo a convergir em direcção do critério de Maastricht de 60% do PIB (63% em 2016 e prevê-se 61% em 2017). Já o saldo da balança corrente face ao PIB foi de 8.2% em 2016 e deverá manter-se nesse patamar em 2017. E é por causa deste último indicador, o superávit corrente excessivo, e do nível elevado de endividamento privado; que a Comissão Europeia colocou em 2016 a Holanda no MIP – *Macroeconomic Imbalance Procedure*. Ou seja, a Comissão pretende que o país corrija estes desequilíbrios, estando a monitorar os progressos. Aconselha a diminuição da carga fiscal e uma reestruturação do sistema de segurança social a favor dos menos beneficiados, retirando regalias aos mais favorecidos.

Há o reconhecimento que o crescimento da procura doméstica e externa se manterá nos próximos anos e que a envolvente macroeconómica dará suporte para se restabelecerem os reequilíbrios necessários. O crescimento real do PIB deverá manter-se próximo dos 2%, mantendo-se suportado pelo consumo das famílias (através de salários robustos e emprego a crescer) e pelo investimento. Também uma política fiscal mais benéfica deverá suportar o consumo doméstico. Do lado do endividamento das famílias, um dos mais altos na UE, foram tomadas medidas de forma a limitar o agravamento da exposição ao crédito à habitação (o maior custo das famílias holandesas), assim como foi estimulado a dinamismo no mercado imobiliário, nomeadamente ao nível do arrendamento. Apesar de ligeiras melhorias, a relação entre dívida e rendimento das famílias ainda é elevada. As medidas centraram-se no fim progressivo do incentivo de compra de habitação própria (criou distorções no mercado imobiliário ao longo dos últimos anos) e na limitação das condições muito generosas de acesso ao crédito (os critérios de esforço financeiro são agora mais rígidos, havendo limites de endividamento e tectos para os montantes máximos).

O propósito de redução do superávit corrente existe consciência que será um processo gradual e resistente, que passa pelos estímulos ao consumo, nomeadamente por via da política fiscal. Em 2016 foi introduzido um pacote fiscal que incluiu a descida dos impostos sobre o trabalho. Ao nível do sistema da segurança social, pretende-se limitar as poupanças para sistema privados (permitindo pensões futuras muito generosas) e tornar a distribuição geracional mais justa.

□ França

As eleições

A 11ª eleição presidencial da V República Francesa terá, seguramente, duas voltas (assim asseguram as sondagens, dada a obrigatoriedade de um dos candidatos obter maioria absoluta), realizando-se a 1ª volta a 23 de Abril e a 2ª volta a 7 de Maio. O Presidente eleito recebe um mandato de 5 anos, sucedendo a François Hollande (que não disputa um segundo mandato), oriundo do Partido Socialista francês.

Em França, o sistema político é semipresidencialista, ou seja, o poder executivo é partilhado entre o chefe de Estado e o governo (geralmente o Presidente lidera a política externa e o primeiro-ministro a política interna), tendo o Parlamento a função legislativa (sendo sufragado numa data diferenciada da eleição presidencial). Segundo as sondagens, os dois candidatos mais bem posicionados para seguirem para a 2ª volta são Marine Le Pen e Emmanuel Macron, com propostas bem diferenciadas a nível interno e externo.

Esta eleição reveste-se de grande significado porque existe grande incerteza quanto ao resultado final e porque há um dos candidatos que propõe, com grande receptividade popular, a ruptura com a União Europeia e com o euro. O facto de esta possibilidade estar a acontecer em França, um dos principais países fundadores dos actuais pilares do projecto europeu, por um lado, a que se junta a sua dimensão e importância económica, por outro, é considerado o facto político mais marcante a acontecer em 2017, depois da eleição do Presidente Trump e da vitória do Brexit no Reino Unido em 2016.

República Francesa

Capital: Paris

Cidade mais populosa: Paris (10.6 milhões)

Outras cidades: Marselha (2.0 m); Lyon (1.5 m)

Língua: Francês

Sistema político: República semipresidencialista; Parlamento com duas Câmaras (Alta e Baixa)

Governo: Primeiro-ministro: Bernard Cazeneuve; Presidente do Senado: Gérard Larcher

Entrada na UE: 25 de Março de 1957 (membro co-fundador)

Governador do Banco Central: François de Villeroy de Galhau

Área total: 543 965 km² (40º)

Fronteira: Espanha, Alemanha, Reino Unido, Itália, Bélgica e Suíça

População estimada (2016): 64.6 milhões (20º)

Densidade: 98.8 hab./km²

Taxa de crescim. da população (est.2016 %): 0.5

Divisão administrativa: 26 regiões (22 na França metropolitana e 4 ultramarina) as regiões estão sub-divididas em 100 departamentos

IDH (2014): 0.897/muito elevado (21º)

Esperança de vida à nascença (2016): 81.8 anos

Taxa de iliteracia (2011): <1.0%

OPINIÃO

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

XIVª legislatura da 5ª República
Assembleia Nacional/Câmara Baixa/26.Junho.2012

Senado / Câmara Alta / 01 de Outubro de 2014

Partido	Deputados	Partido	Senadores
SER - Socialistas, Ecologistas e Republicanos	291	LR - Os Republicanos	144
LR - Os Republicanos	196	SOC - Partido Socialista	109
UDI - União de Democratas e Independentes	30	UDI-UC - União de Democratas e Independentes	42
RRDP - Radical, Republicano, Democrata e Progressista	18	CRC - Grupo Comunista, Republicano e do Cidadão	20
GDR - Esquerda Democrata e Republicana	15	RDSE - Grupo Democrata e Social Europeu	17
Lugares vagos	3	ÉCO - Ecologistas	10
Total de assentos parlamentares	577	RASNAG - Senadores sem grupo político	6
		Total de assentos no Senado	348

De facto, pela primeira vez em 15 anos (depois de várias tentativas falhadas), o partido de extrema-direita Frente Nacional tem a possibilidade real de ganhar umas eleições, concretamente colocar na presidência francesa o seu candidato. As sondagens colocam a liderar a 1ª volta tanto Marine Le Pen como Emmanuel Macron, com intenções de voto idênticas (perto de 25%), ficando os outros candidatos a alguma distância. Quanto à 2ª volta, as sondagens são unânimes em considerar que a vitória será de Macron, que formou um movimento independente dos partidos, centrando o discurso e as propostas, desviando-se tanto da extrema-direita como da extrema-esquerda. Não poderiam estar a ser sufragados dois caminhos tão diferentes para França, tendo como questão central a União Europeia e o euro.

O que defendem os principais candidatos?

Marine Le Pen (candidata da Frente Nacional)	Emmanuel Macron (candidato do centro)	Benoît Hamon (candidato do Partido Socialista)	François Fillon (candidato de Os Republicanos)
Sucedeu ao seu pai Jean-Marie Le Pen em 2011 como líder da Frente Nacional. É eurodeputada desde 2004 pelo Noroeste da França. Defende ideais nacionalistas e anti-União Europeia (recuperação da soberania monetária, legislativa, territorial e económica de França). Propõe a reforma administrativa (eliminação das regiões administrativas) e a redução do nº de deputados e senadores.	Ex-ministro da economia (2014) do Presidente François Hollande, considera-se "nem de direita nem de esquerda". Criou a "Lei Macron" para promover o crescimento económico e as oportunidades. Fundou o movimento "Em Marcha!" depois de ter deixado o Partido Socialista e o lugar de ministro. Defende a redução do nº de deputados nas duas Câmaras do Parlamento.	Derrotou em primárias o ex-primeiro ministro de França, Manuel Valls, e negociou com "Os Verdes" a retirada do seu candidato e o apoio à sua candidatura. Ex-ministro da educação do Presidente Hollande, tornando-se seu crítico. Do seu programa destaca-se a defesa da atribuição de um subsídio/rendimento básico universal para cada cidadão. Defende que o "voto em branco" seja tido em consideração.	Ex-primeiro-ministro (2007-2012) e deputado por Paris (desde 2012). Candidato pelos "Os Republicanos", partido sucessor da "União por um Movimento Popular" de Nicolas Sarkozy. Apresenta um programa económico liberal e defende um Estado mais reduzido, com menos funcionários. É considerado um conservador inflexível.
Social e imigração			
-Rejeita a sociedade francesa multicultural construída ao longo das últimas décadas. -É contra a suposta "islamização" da França. -Defende o fim das ajudas sociais a estrangeiros, nomeadamente a escola gratuita para filhos de imigrantes. -Criação de uma taxa adicional de contratação de estrangeiros. -Defende a deportação de imigrantes que tenham praticado delitos. -Defende o regresso da "pena de morte". -Mais 3% para a despesa da Defesa e mais 50 mil novos militares.	-Defende a política de refugiados de Angela Merkel. -"Tolerância zero" contra o crime e combate ao terrorismo. -Reforço das fronteiras, com o reforço da guarda fronteiriça; mais 10 mil novos postos de polícia; mais 15 mil vagas nas prisões. -Reformulação das condições de pedido de asilo, com resposta no prazo máximo de 8 semanas.	-Programa "totalmente de esquerda" com forte conteúdo social e ambientalista. -Defende o direito de asilo sem obstáculos - os solicitantes teriam direito a uma autorização de trabalho após 3 meses em território francês, para além do acesso à aprendizagem da língua francesa. -Na defesa e combate ao terrorismo defende uma estratégia de cooperação europeia e a criação de uma agência de inteligência europeia. -Redução das penas de prisão.	-Retorno da família ao centro das preocupações. -Discorda da adopção de crianças por casais homossexuais. -Propõe maior controle das fronteiras da França, pressupondo a renegociação do Tratado de Schengen, assim como uma mudança nas regras de concessão de asilo. -Defende quota máxima de admissão de refugiados e a expulsão de estrangeiros em situação irregular. -Acesso mais dificultado ao sistema de protecção social a estrangeiros. -As comunidades muçulmanas e as mesquitas devem ser submetidas ao controlo estatal.
Economia e fiscalidade			
-Lema proteccionista "Primeiro a França!". Economia assente no, "proteccionismo inteligente" e no "patriotismo económico". -Defende saída da França da União Europeia e da Zona Euro e o regresso do franco francês. -Propõe a realização de um referendo à permanência na UE. -Crítica o capitalismo e a globalização que negligenciou as populações do interior do país. -Flexibilização das leis do trabalho com o objectivo de abrir espaço aos acordos sectoriais que levará à criação de emprego (prioridade nacional). -Propõe o aumento do horário de trabalho das 35 para as 39 horas. -Redução de 10% do imposto sobre o rendimento para os três primeiros escalões. -Aumento do investimento público. -Reforma aos 60 anos.	-Defende a UE e o fortalecimento do eixo franco-alemão existindo, contudo, a necessidade de uma verdadeira estratégia europeia. -Redução do imposto sobre as empresas de 33,3% para 25%, ajudando o país a ganhar maior competitividade. -Alterar o imposto sobre as grandes fortunas e acabar com o imposto sobre imóveis de 80% dos lares franceses. -Redução de impostos sobre o trabalho e melhor remuneração dos trabalhadores. -Manutenção das 35 horas, mas flexibilidade dos sectores acordarem o horário e medidas laborais mais adequadas. -Redução da despesa pública e alcançar os níveis de défice orçamental acordados com a UE. -Avaliação de competência dos desempregados e obrigatoriedade de aceitação de vaga de emprego após uma segunda oferta.	-Preconiza o aumento do Rendimento Social (RSA) em 10%, de modo a atingir os 600 euros, até 2018. -Exigência de um rendimento mínimo no valor de 750 euros para todos os franceses (maiores de 18 anos). -Defende a revogação da recente maior liberalização do mercado de trabalho. -Defende a redução do horário de trabalho de 35 para 32 horas, de forma a diminuir o desemprego. -Propõe que os parceiros da Zona Euro anulem a dívida pública acumulada desde 2008 (início da crise financeira). -Obtenção de receitas fiscais através da legalização da canábica e taxação de robots, passando a ser cobrados impostos às empresas pela riqueza gerada pela automação.	-Modelo conservador na área social e liberal do ponto de vista económico. -Defende a redução dos gastos do Estado em cerca de 100 mil milhões de euros no período de 5 anos. -Para tal, defende a redução de 500 mil empregos no Estado. -Propõe o aumento do horário de trabalho das 35 para as 39 horas; no sector privado o tempo de trabalho será negociado por sector. -Redução dos impostos sobre o rendimento; redução em 40 mil milhões de euros de taxas e encargos para as empresas; possível aumento do IVA. -Aumento nos gastos da segurança e defesa em cerca de 12 mil milhões de euros.
Sondagens*: 1ª volta - entre 24% e 25%; 2ª volta - perde	Sondagens*: 1ª volta - entre 24% e 26%; 2ª volta - ganha	Sondagens*: 1ª volta - entre 10% e 12%; 2ª - volta não vai	Sondagens*: 1ª volta - entre 17% e 20%; 2ª volta - não vai

Nota: (*) - intervalo de variação das sete sondagens realizadas após o debate realizado na TF1 no dia 20 de Março (inquéritos realizados entre 21 e 29 de Março).

Se Marine Le Pen, que aligeirou o tom anti-semita e mais radical da Frente Nacional, defende a realização de um referendo à permanência da França na UE tendo como objectivo a saída do país tanto da União como da moeda

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

única, já Emmanuel Macron preconiza o reforço da UE, nomeadamente ao nível do eixo franco-alemão, assim como a definição de uma estratégia renovada para o futuro. Estão igualmente em confronto uma proposta mais protecionista e nacionalista em termos de modelo económico (Le Pen) e uma visão liberal e flexível dos diferentes sectores de actividade, com ajuda de uma política fiscal desagravada (Macron).

Situação económica

Principais indicadores económicos					
	2015	2016	2017 p	2018 p	2019 p
População (milhões)	64.3	64.6	64.9	65.2	65.5
PIB per capita (EUR)	33,934	34,415	35,156	35,972	36,904
PIB (EUR mil milhões)	2,181	2,222	2,280	2,344	2,416
PIB (v.a., %)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.6
Consumo Privado (v.a.,%)	1.5	1.8	1.3	1.4	1.3
Consumo Público (v.a.,%)	1.4	1.5	1.4	1.2	1.3
Export. bens e serviços (v.a.,%)	6.0	0.9	2.4	2.8	3.1
Import. bens e serviços (v.a.,%)	6.4	3.6	3.2	3.0	3.2
Produção industrial (v.a.,%)	1.6	0.4	1.1	1.2	1.2
Rendimento disponível (v.a.,%)	1.7	1.4	1.7	2.0	2.1
Taxa de desemprego (%)	10.4	10.0	9.7	9.3	9.1
Balança fiscal (% do PIB)	-3.5	-3.3	-3.0	-2.9	-2.6
Dívida pública (% do PIB)	96.2	96.6	97.0	97.2	97.7
Inflação (HICP,v.a.,%)	0.1	0.3	1.3	1.4	1.5
Balança corrente (% do PIB)	-0.2	-1.1	-1.0	-1.0	-1.0
Balança corrente (EUR mil milhões)	-4.0	-24.0	-22.7	-22.5	-23.1
Balança comercial (EUR mil milhões)	-44.6	-48.8	-	-	-
IDE (EUR mil milhões)	38.6	-	-	-	-
IDE (EUR mil milhões)	65.5	-	-	-	-
Ratings:					
Moody's	Aa2		perspectiva estável		
S&P Global Ratings	AA		perspectiva estável		
Fitch Ratings	AA		perspectiva estável		
Pontos fortes	<ul style="list-style-type: none"> - comprometimento com a consolidação fiscal - o endividamento das famílias é moderado - manutenção da forte atracção turística - forte exportação de serviços comerciais e de mercadorias 				
Pontos fracos	<ul style="list-style-type: none"> - perspectiva de crescimento moderado - dívida pública elevada - desemprego estrutural elevado - perda de competitividade do sect. exportador 				

Fonte: Focus Economics Consensus Forecast; Moody's; S&P Global Ratings; Fitch Ratings

Os dados mais recentes divulgados, referentes ao 4º trimestre de 2016, mostram que a actividade económica francesa encontra-se a funcionar a um ritmo mais elevado, em resultado tanto da procura externa como interna, devendo-se manter em 2017. Segundo os resultados da Focus Economics Consensus Forecast, **o PIB, após um crescimento de 1.1% em 2016, deverá ganhar força e alcançar 1.3% em 2017, prosseguindo uma tendência ascendente nos anos seguintes. A semelhança das restantes economias europeias, a França beneficiou de factores externos, como a diminuição do custo da energia, a depreciação do euro, a diminuição dos custos do trabalho e ganhos de competitividade. Ainda assim, o crescimento económico francês permaneceu inferior ao valor médio da Zona Euro. As exportações deverão mostrar uma variação anual de 2.4% em 2017, após 0.9% em 2016. O consumo privado, por seu turno, poderá registar um ligeiro abrandamento, em consequência de expectativas influenciadas pelo terrorismo, mas igualmente de turbulência laboral e clima de incerteza generalizado, embora exista uma dinâmica de maior poder de compra das famílias.** No entanto, os riscos existentes são no sentido descendente da *performance* económica. Em ano de eleições (sejam as presidenciais como as legislativas), existem igualmente expectativas de uma estabilização do consumo público visto a França se encontrar referenciada em termos do procedimento de défice excessivo por parte da Comissão Europeia (quinto ano seguido de desequilíbrio). Já em 2016, tinha havido uma recomendação que apontava para as seguintes necessidades: relançamento do investimento; reformas estruturais ao nível do Estado, concretamente a sua modernização; a introdução de uma política fiscal amiga do crescimento económico.

O défice público foi de 3.3% do PIB em 2016, devendo descer para 3.0% em 2017, numa tendência que deverá ser descendente nos anos seguintes. No entanto, a França reduziu o seu défice a um ritmo mais lento do que os restantes países da Zona Euro, resultando numa divergência em relação a esses parceiros. Já a dívida pública

OPINIÃO

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

em relação ao PIB, depois de 96.6% em 2016, deverá mostrar uma ligeira tendência de agravamento. As taxas potenciais de crescimento da economia francesa estão aparentemente limitadas (rigidez do mercado de trabalho, alta carga tributária, etc.), num contexto de baixa inflação, complicando a redução da dívida pública.

Ao nível da balança corrente, é esperada uma estabilização do défice a rondar os 1% do PIB (à volta dos 23 mil milhões de euros), estando dependente da evolução da produtividade e do comportamento das exportações e das importações. As previsões indicam que mesmo com a melhoria da procura externa e uma recuperação das exportações, as importações estarão sempre a crescer a uma taxa superior.

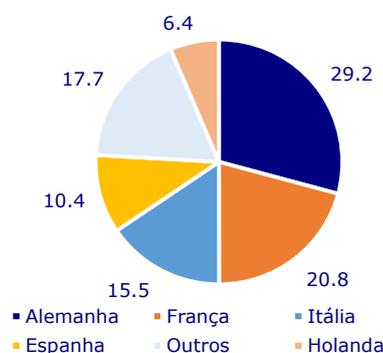
Quanto ao investimento, é esperado que recupere em 2017 (embora existam problemas ligados com a elevada burocracia e as elevadas taxas de imposto que penalizam as empresas) por via da recuperação gradual do agregado da procura, assim como devem surgir medidas de redução do custo de mão-de-obra (via redução de impostos e contribuições do trabalho, reforma do processo de fixação dos salários nos diferentes sectores produtivos, maior sustentabilidade do sistema de pensões, etc.), aguardando-se uma melhoria da competitividade económica que levará a uma maior confiança dos agentes económicos. Para tal, é conveniente que o crescimento real dos salários seja inferior ao aumento da produtividade. Por seu turno, prevê-se que a taxa de desemprego melhore progressivamente, acompanhando a gradual dinâmica de crescimento económico, embora a remoção dos desequilíbrios seja lenta. De 10.4% em 2015, de um valor a rondar os 10% em 2016, é possível que a taxa de desemprego venha abaixo dos dois dígitos em 2017 (valor previsto de 9.7%).

As questões do trabalho, horários laborais e salários têm sido temas relevantes nos programas e agendas eleitorais dos diferentes candidatos à presidência da república francesa. A redução de impostos parece ser consensual, agora ao nível dos salários (tendo sido introduzido o tema do rendimento mínimo para todos) e dos horários de trabalho existe divergências significativas (ver propostas no quadro apresentado).

▫ **A Holanda e a França no contexto europeu**

Apesar do dinamismo da economia holandesa, o seu peso é de 6.4% do PIB da Zona Euro (em 2016). Já ao nível da população, corresponde a 5.1% do total da população do bloco do euro. Ainda assim, os números relativamente à evolução económica da Holanda não deixam de impressionar, comparativamente às economias "motor" da Europa, nomeadamente a Alemanha, a França e a Itália. **A França, por seu turno, é a segunda economia do euro, com um peso de perto de 21% do PIB total, atrás da Alemanha com 29%. Também ao nível da população, a França detém a segunda posição com 19% do total, depois da Alemanha com 25%.**

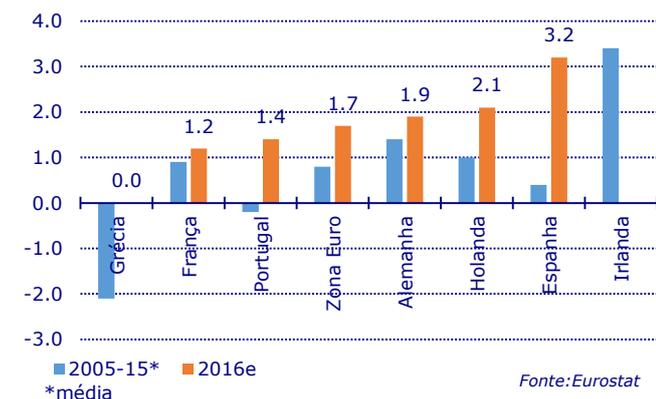
PIB - peso na Zona Euro (%), 2016



Fonte: FocusEconomics

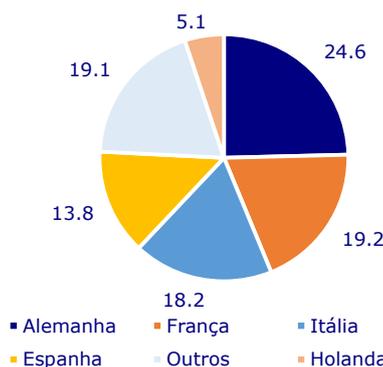
Índice de disparidade regional da produtividade

(Portugal=100)



Fonte: Eurostat

População - peso na Zona Euro (%), 2016



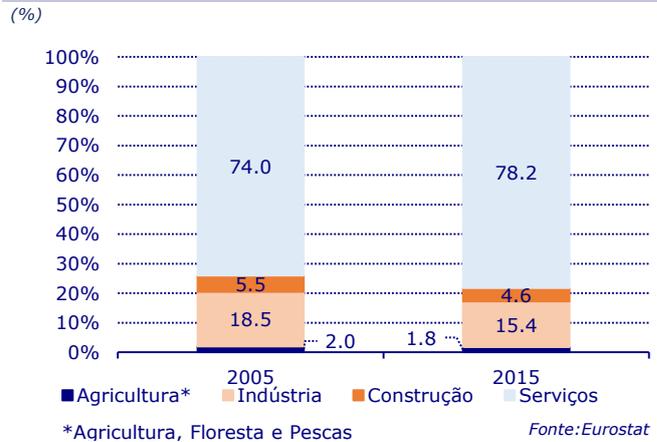
Fonte: FocusEconomics

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

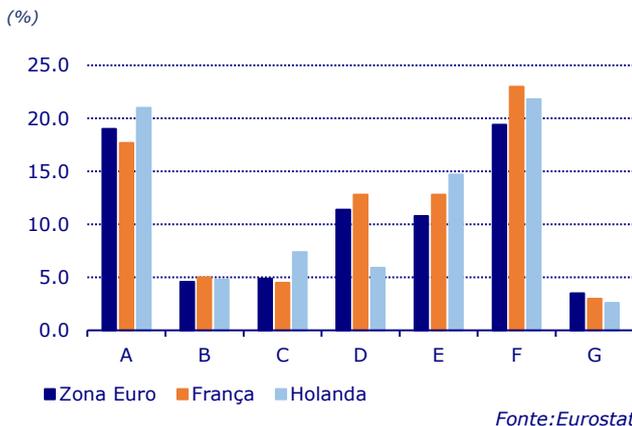
Em 2016, a Holanda foi das economias que registou das taxas de crescimento mais altas da Zona Euro, 2.1%, acima da Alemanha (1.9%), da França (1.2%) e mesmo do valor médio do espaço do euro (1.7%). Do mesmo modo que no período compreendido entre 2005 e 2015, foi igualmente dos países que mais cresceram (1.0%). No mesmo período, a taxa de crescimento médio da França foi de 0.9%.

Na análise do peso dos sectores, os serviços persistem em ganhar dimensão, tanto na Holanda como na França, representando presentemente mais de 78% do total do VAB, encolhendo a indústria, a construção e a agricultura (agricultura, floresta e pescas).

Holanda - distrib. do VAB a preços correntes



Sector terciário - distribuição do VAB a preços correntes, 2015

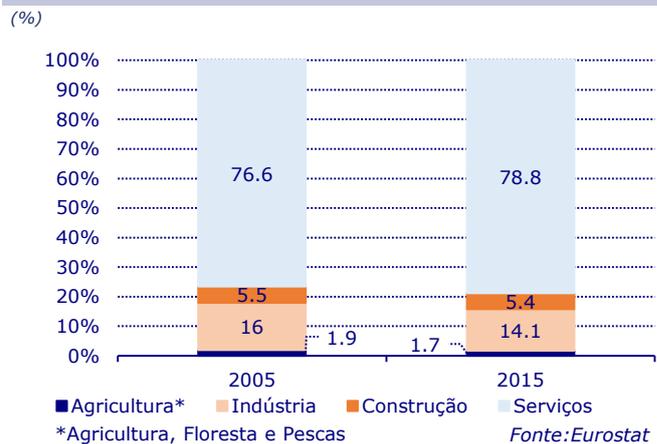


A - Distribuição, transporte e armazenagem; B - Informação e comunicação; C - Actividades financeiras e de seguros; D - Actividades imobiliárias; E - Actividades científicas, técnicas e administrativas; F - Administração pública, defesa, educação, saúde a serviços sociais; G - Arte, cultura e entretenimento

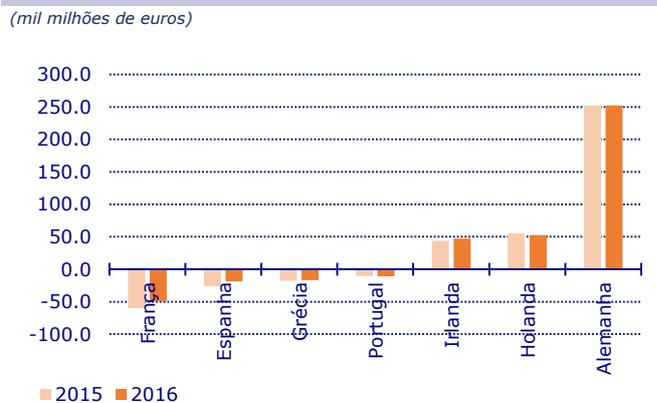
No VAB do terciário, a Administração pública, defesa, educação, saúde e serviços sociais dominam com quotas de 23% em França e de 22% na Holanda, respectivamente (o valor na Zona Euro é de 19%). Segue-se a área da Distribuição, transporte e armazenagem com um peso de 21% na Holanda e de 18% em França (o valor na Zona Euro é de 19%). Tanto em França como na Holanda a actividade portuária é muito significativa, sendo um dos grandes elos da cadeia de distribuição, transporte e armazenagem de bens. Na Holanda, o porto de Roterdão é considerado a "porta da Europa", lucrando o país com a forte dimensão comercial comparativamente ao peso económico do país, nomeadamente através da área da re-exportação para as principais economias, com destaque para a Alemanha.

Se a Holanda tem tido superávites comerciais, que contribuem para saldos correntes significativamente positivos, exportando maquinaria diversa e material de transporte, produtos químicos, combustíveis e lubrificantes, bebidas e tabaco, e importando combustíveis e lubrificantes e produtos manufacturados, a França tem registado sucessivos défices comerciais com contributos negativos para a evolução da balança corrente, apesar de ser a sexta economia exportadora do mundo. **A**

França - distrib. do VAB a preços correntes



Saldo da balança comercial de bens



OPINIÃO

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

França exporta 78% de produtos manufacturados, que incluem aviões, helicópteros e automóveis (e partes de), mas também medicamentos e produtos alimentares, e importa automóveis, petróleo, gás, combustíveis refinados e produtos alimentares. Maioritariamente, as exportações destinam-se à Alemanha (14%), Reino Unido (8%) e EUA (8%).

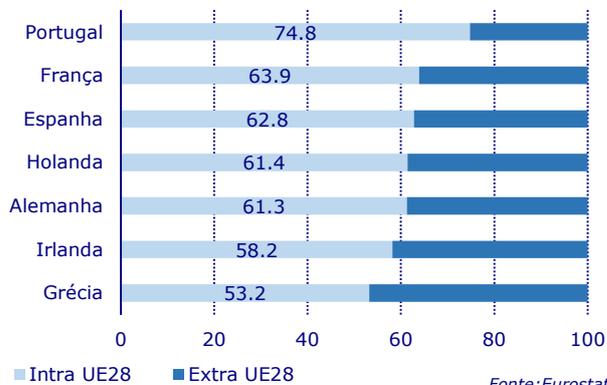
Relevante é o facto de a França, logo a seguir a Portugal (no contexto dos países escolhidos para análise), ser o país mais dependente do comércio intracomunitário, realizando no espaço da União perto de 64% do comércio total de bens (Portugal apresenta para 2015 uma taxa de 75%). A Holanda apresenta um valor inferior, acima dos 61%, mas ainda assim elevado, contrastando com 58% da Irlanda e 53% da Grécia.

Existem outros indicadores económicos a considerar, nomeadamente o nível de investimento total, mas também ao nível do sector público, das empresas e das famílias. **Comparativamente e em relação ao peso no PIB, a França apresenta um valor superior ao valor médio do bloco do euro, 21.5% versus 20.1%, valor que é igual ao da Alemanha. Seguem-se a Espanha, com 19.6%, e a Holanda, 19.4%. Portugal e Grécia são os países considerados na análise com as taxas inferiores, 15.0% e 11.6%, respectivamente. França e Holanda destacam-se ao nível do investimento das famílias e do sector público. Nas empresas mostram um valor semelhante ao da Zona Euro, encontrando-se acima dessa referência a Espanha e a Irlanda.**

Já ao nível do endividamento do sector privado em 2015, a Holanda encontra-se no grupo charneira, com 277% do PIB, perto dos valores da Irlanda e Dinamarca, 303% e 292%, respectivamente. Este é um dos desequilíbrios em que a UE está atenta e pediu medidas de correcção aos governantes holandeses. A França, por sua vez, encontra-se na situação oposta, dentro do grupo de países em que endividamento do sector privado é mais baixo. Apresenta 108% do PIB, que compara com os 93% registados na Alemanha.

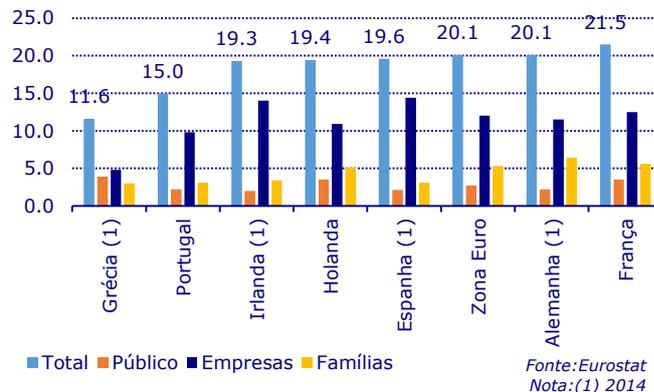
Comércio total de bens, 2015

(importações+exportações; % do total)



Investimento a preços correntes, 2015

(% do PIB)



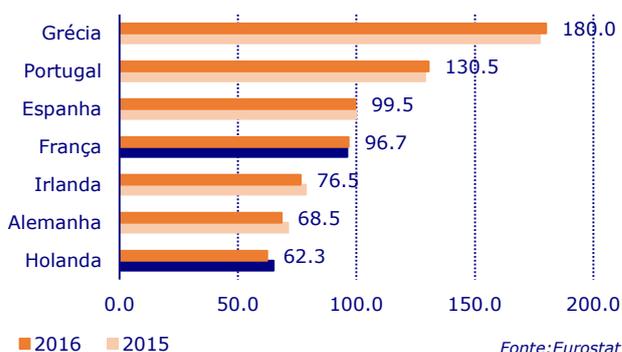
Endividamento do sector privado, 2015

(% do PIB)



Dívida pública total

(% do PIB)



Quanto à dívida pública, medida em relação ao PIB e dentro dos países em análise, a Holanda apresentou nos últimos anos os valores mais baixos, 65% em 2015 (baixando de 68% em 2014), muito próximo da referência de equilíbrio de 60% inscrita

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

no Tratado de Maastricht. Numa tendência decrescente, em 2016 o rácio deverá ter-se fixado em 63%, para baixar ainda mais nos anos seguintes. Já a França registou 95% em 2014, 96% em 2015 e previsivelmente 97% em 2016, devendo-se manter neste nível nos anos seguintes, o que mostra alguma rigidez e a dificuldade em construir uma tendência descendente.

No saldo orçamental, dadas as actuais exigências de convergência, existe uma genérica melhoria na grande maioria dos países do euro. **A Holanda em 2015 alcançou -1.9% face ao PIB, com uma trajetória descendente para -0.9% em 2016 e -0.4% em 2017. A França, por seu turno, verificou -3.5% em 2015, -3.3% em 2016 e deverá chegar a -3.0% em 2017.** Ainda assim, a França mantém-se em observação pelas autoridades europeias, devido ao procedimento de défice excessivo, que ainda incorre.

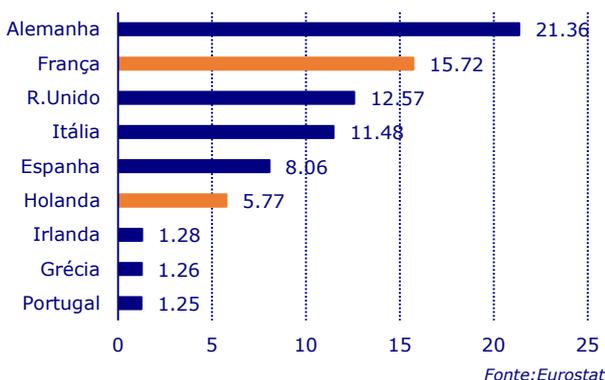
Percebe-se a dificuldade da França em encontrar um melhor equilíbrio financeiro já que ao nível Despesa geral do Estado, de acordo com os países em análise, a França revela o maior rácio perante o PIB (acima da Grécia e de Portugal). O valor de 2015 é de 57%, quando a Holanda apresenta 45%. Alemanha e Espanha verificaram valores semelhantes, à volta de 44%, e a Irlanda 29%. A dimensão do Estado francês é uma das grandes preocupações, por isso os candidatos de cariz mais liberal ou de centro-direita defendem o seu emagrecimento, nomeadamente Fillon e Macron.

Já ao nível das contribuições dos estados para o OE comunitário, assunto que é igualmente esgrimido nas disputas políticas, a Alemanha lidera com uma quota superior a 21% do total, seguindo-se a França com cerca de 16%. O terceiro, quarto e quinto lugares são ocupados pelo Reino Unido (13%), Itália (11%) e Espanha (8%), respectivamente. A Holanda encontra-se em sexto lugar com uma contribuição que representa 6% do total. Com maior ou menor exactidão, as contribuições dos estados para o OE da UE28 correspondem à sua importância económica dentro da União.

Para a análise das semelhanças e das diferenças, assim como da situação de Holanda e França perante os outros parceiros comunitários, socorremo-nos ainda de mais algumas informações relevantes de cariz económico, nomeadamente ao nível da produtividade, dos custos do trabalho e da situação do emprego.

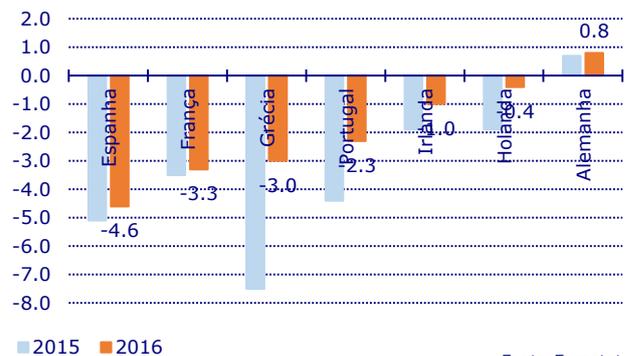
Contribuições para o orçamento da UE, 2015

(% do total)



Saldo orçamental

(% do PIB)



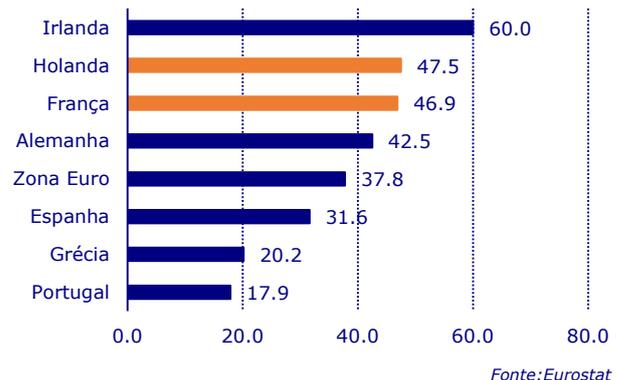
Despesa geral do Estado, 2015

(% do PIB)



Produtividade real do trabalho, 2015

(euros por hora trabalhada; 2010=100)



OPINIÃO

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

Ao nível da produtividade real do trabalho (rácio entre o PIB real e o número total de horas trabalhadas), a Holanda e a França estão praticamente a par, respectivamente, 47.5 e 46.9 euros por hora trabalhada, acima dos 42.5 euros da Alemanha. O valor médio da Zona Euro situa-se em 37.8 euros. Portugal e Grécia encontram-se igualmente no final da tabela. Situação que é confirmada pelo indicador de PIB *per capita*, onde a Holanda surge no topo da tabela, logo a seguir à Irlanda e acima da Alemanha, seguindo-se o valor médio da Zona Euro e a França.

Mesmo liderando a criação de riqueza por factor trabalho e mostrando um alto valor de PIB *per capita*, a França e a Holanda são países que detêm custos de trabalho elevados. De facto, considerando o custo total do trabalho (salários e remunerações e outros custos, nomeadamente encargos da entidade patronal), euros por hora, a França lidera, seguindo-se a Holanda e a Alemanha. A relação de valores é a seguinte: França, 35.08 euros; Holanda, 34.08 euros; Alemanha, 32.19 euros; Irlanda, 30.0 euros; Zona Euro, 29.50 euros. Portugal encontra-se no final com 13.21 euros (menos de metade dos restantes). Este facto demonstra que num país com alto nível de desenvolvimento é possível ter uma alta taxa de produtividade e ter igualmente um alto custo do trabalho (um acompanha o outro).

Se olharmos para a comparação entre salários mínimos, a Holanda e a França encontram-se no grupo dos países com maior valor. Tanto a Irlanda como a Holanda mostram valores acima dos 1550 euros, encontrando-se ligeiramente abaixo a França, com 1480 euros, e a Alemanha, com 1468 euros. Portugal e a Grécia encontram-se, mais uma vez, no final da tabela.

PIB per capita, 2015

(UE=100)



Fonte: Eurostat

Custo total do trabalho, por hora, 2015

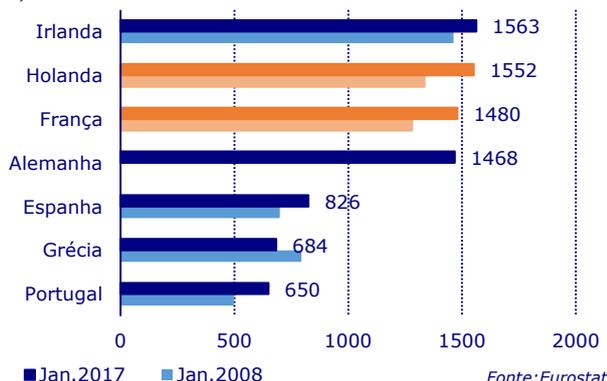
(euros)



Fonte: Eurostat

Salário mínimo, montante mensal

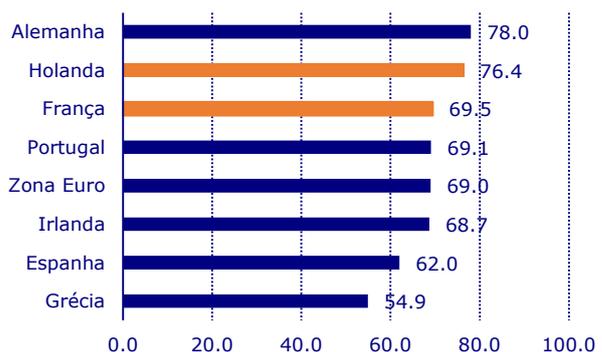
(euros)



Fonte: Eurostat

Taxa de emprego, grupo 20-64 anos, 2015

(%)



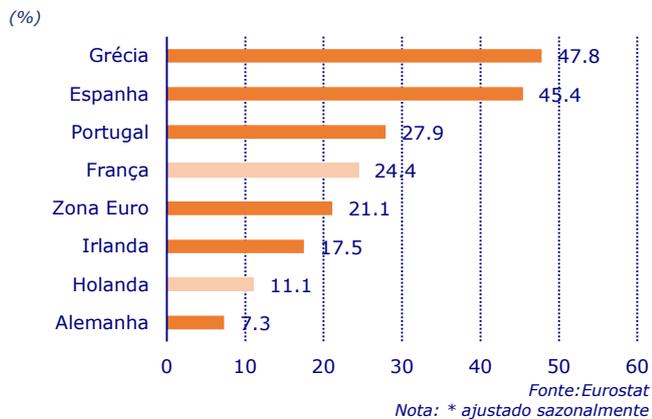
Fonte: Eurostat

A Holanda e a França mostram igualmente altas taxas de emprego da população activa (entre os 20 e os 64 anos), logo a seguir ao nível da Alemanha. O valor médio da Zona Euro situou-se em 2015 nos 69.0%, enquanto as taxas da Alemanha, da Holanda e de França fixaram-se em 78.0%, 76.4% e 69.5%, respectivamente.

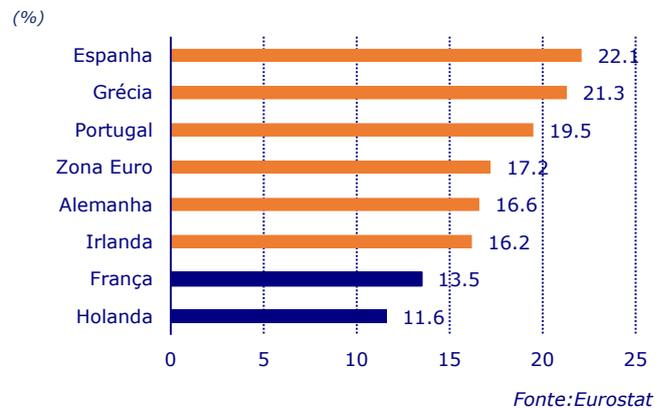
Quanto à taxa de desemprego geral em 2015, a Zona Euro registou 10.9%, França 10.4%, a Holanda 6.9% e a Alemanha 4.6%. Já no desemprego jovem (entre os 15 e os 24 anos), confirma-se igualmente o baixo valor da Alemanha, 7.3%, seguindo-se a Holanda com 11.1% e a Zona Euro com 21.1%. Em proporção com a alta taxa de desemprego geral, França regista igualmente uma taxa elevada de desemprego jovem, 24.4%. Grécia e Espanha mostram taxas acima dos 45%.

FACTORES POLÍTICOS RELEVANTES NA EUROPA (cont.)

Taxa de desemprego jovem, 2ºT2016 (*)



Proporção da população em risco de pobreza ou de exclusão social, 2015



Considerando novamente os países em análise, a Holanda e a França têm o menor valor em proporção da população em risco de pobreza ou de exclusão social em 2015, 11.6% e 13.5%, respectivamente. A taxa da Zona Euro foi de 17.2%. Em Portugal, a taxa ronda os 20%, enquanto Grécia e Espanha superam este valor.

□ Conclusão

A França e a Holanda são países com pesos económicos e demográficos diferentes na Zona do euro e na União Europeia, mas são ambas economias muito avançadas comparativamente à grande maioria dos seus parceiros, destacando-se na riqueza gerada, na produtividade, no rendimento e bem-estar alcançado pelas suas populações. A crise do euro veio abalar todo o ambiente económico e social, colocando em causa o seu modelo de desenvolvimento. A Holanda mostrou-se mais pragmática e superou o período de crise, enquanto a França mostrou dificuldades em regressar à situação de maior equilíbrio financeiro. Em ambos os casos, as populações foram confrontadas com o redimensionar da actividade económica, aumento do desemprego e diminuição de rendimentos e de regalias sociais. A que se juntou a chamada "crise dos refugiados" do Norte de África, que veio colocar os imigrantes (os novos e os já existentes) debaixo de grande escrutínio pelas sociedades de ambos os países.

Neste contexto, 2017 foi e será o ano de importantes eleições europeias: as eleições legislativas na Holanda (Março), que acabaram por não trazer surpresas ao nível do partido mais votado, dadas as expectativas de aumento da expressão eleitoral de partidos e movimentos anti-UE, embora a dispersão dos votos venha pôr à prova a formação de um governo de coligação alargado; as eleições presidenciais em França (Abril e Maio), que se revestem de crucial importância perante a possibilidade de escolha entre dois caminhos opostos, separados pelo projecto europeu e os seus pilares de união/desunião (Le Pen versus Macron); as eleições legislativas na Alemanha (Setembro), onde as duas principais forças (CdU de Merkel e SPD de Schulz) defendem a Europa e as suas instituições, não colocando em causa a sua existência, podendo trazer apenas um "limar de arestas" necessário à evolução de todo o sistema; por fim, ainda existe a possibilidade de poderem ocorrer eleições em Itália (sem data definida), em resultado da necessidade de haver uma clarificação política a nível interno, sem aparente grande repercussão ao nível europeu.

Em França, a ascensão e expressão pública da Frente Nacional de Marine Le Pen está a trazer uma grande incerteza quanto aos caminhos que a França pretende seguir em relação à União Europeia e ao euro. A França, conjuntamente com a Alemanha, são o principal suporte de toda a evolução do projecto europeu, dado o seu peso económico e social conjunto (50% do PIB e 44% da população da Zona Euro). Assim, se um destes países rejeitar tudo aquilo que se construiu nas últimas décadas, poderá ser o fim da Europa como a conhecemos. Irónico é o facto de em Março se ter comemorado os 60 anos do "Tratado de Roma", onde estão vertidas as bases para uma união dos povos da Europa. E esta maturidade pode estar em causa. Após a decisão de Brexit pelo Reino Unido, a falta de confiança das populações na União Europeia e no euro provam que algo está mal e necessita ser corrigido. A possível rejeição pela França de ambos, como defende Marine Le Pen, seria mesmo de grande gravidade. Para já, as sondagens mostram que na primeira volta (23 de Abril) Marine Le Pen e Emmanuel Macron contam com cerca de 25% dos votos; na segunda volta (7 de Maio) Macron ganhará contra Le Pen, 63% versus 37%.

OPINIÃO

ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO

Considerando a importância de conhecer mais de perto a realidade das economias que analisamos, levamos a cabo uma visita a Moçambique, na antecipação da nossa próxima publicação sobre este país. Em resumo, foi possível verificar que o país sofreu fortes restrições no ano de 2016, despoletadas por vários factores que surgiram praticamente em simultâneo. Ainda que o final do ano tenha trazido algumas melhorias consideráveis, desde logo a retoma das exportações de carvão por parte da Vale e a apreciação do Metical, decorrente também de medidas de política monetária fortemente restritivas, as várias organizações e empresas com quem tivemos a oportunidade de dialogar continuam a apontar para certas fraquezas da economia moçambicana. Desde logo foi indicado o débil sistema judicial, a elevada burocracia do Estado, as fracas infra-estruturas e uma população com poucas qualificações. A estes factores estruturais juntam-se as debilidades actuais da economia: dificuldade de acesso ao financiamento, quer por via das taxas de juro elevadas quer pelas condições exigentes na concessão de crédito, os problemas de liquidez do Estado moçambicano e falta de confiança por parte dos parceiros internacionais.

Para este ano, apesar da expectativa de alguma retoma da actividade económica, não é esperado que se volte a assistir a taxas de crescimento substanciais como as verificadas no passado, embora a trajectória deva ser positiva. Para além disso, permanecem alguns desafios com que o país terá de lidar ao longo deste ano: negociação com os credores para a reestruturação da dívida e acordo com o FMI para um novo programa, retirada gradual dos subsídios aos combustíveis, confirmação da atenuação/suspensão das tensões político-militares, evolução dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, manutenção de um cenário de restrições de liquidez no aparelho estatal e as decisões finais de investimento dos projectos de gás natural.

▢ Principais desenvolvimentos em 2016

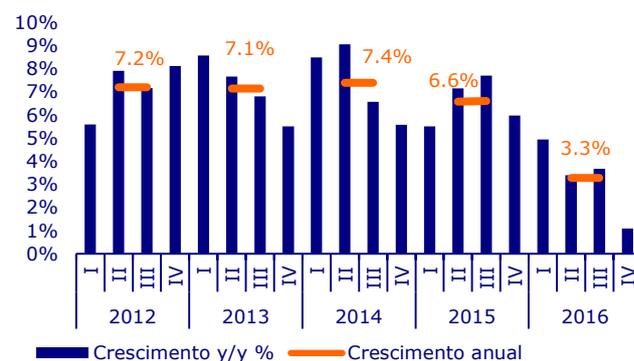
O ano de 2016 ficou marcado pela desaceleração da actividade económica em Moçambique. De facto, a economia do país desacelerou de 6.6% em 2015 para 3.3% em 2016, explicado pelos baixos preços das matérias-primas, queda do investimento directo estrangeiro, condições climáticas adversas, e a depreciação da moeda nacional.

A consolidação das finanças públicas, imposta pelas restrições de liquidez do Governo aquando da suspensão dos apoios dos doadores internacionais, também contribuiu para o abrandamento da actividade económica. A suspensão dos donativos por parte dos doadores internacionais aconteceu em dois momentos, ainda que em dimensões distintas: (i) numa primeira instância, no final de Fevereiro, começou-se a assistir à sua retirada, em linha com a acusação de desrespeito de Moçambique pelos direitos humanos; (ii) em Abril, e funcionando como o principal rastilho, a divulgação pública de um montante adicional de USD 1.4 mil milhões de dívida pública externa, deteriorando a confiança que os doadores tinham no país.

Os donativos têm uma importância fulcral no Orçamento de Estado moçambicano. Em 1996/97, o apoio directo ao Orçamento por parte dos doadores internacionais tinha um peso de 60% no total dos recursos disponíveis para o financiamento do défice; mais recentemente, esse peso diminuiu para um valor entre 30% e 40%. O apoio dos doadores pode assumir três modalidades: (i) apoio directo ao Orçamento de Estado; (ii) apoio programático; (iii) e apoio a projectos. De acordo com aquilo que nos foi transmitido por entidades oficiais, a suspensão dos apoios dos parceiros internacionais sentiu-se de forma mais clara nas duas primeiras modalidades. Do conjunto de países doadores destacam-se os nórdicos no caso do apoio directo ao Orçamento; os EUA, por sua vez, incidem a sua ajuda mais em projectos do que no apoio directo. Com a menor entrada de recursos, o Governo viu-se obrigado a rever o Orçamento de Estado inicial para 2016, para reflectir as maiores restrições de liquidez que iria enfrentar ao longo do ano. Neste sentido, a racionalização da despesa assumiu

Actividade económica abrandou significativamente em 2016

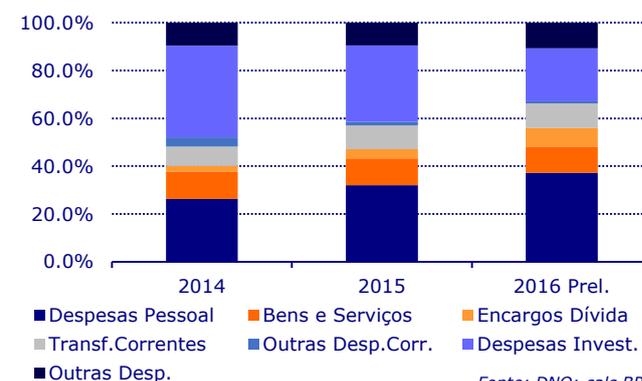
(variação homóloga)



Fonte: INE

Encargos com a dívida reflectem o peso da dívida externa e a depreciação da moeda

(peso no total das despesas)



Fonte: DNO; calc. BPI

ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO (cont.)

um carácter obrigatório: os projectos em curso mantiveram-se, enquanto aqueles que ainda não tinham iniciado ficaram suspensos. No entanto, alguns sectores, considerados prioritários, foram menos atingidos, nomeadamente a energia, agricultura, turismo e infra-estruturas.

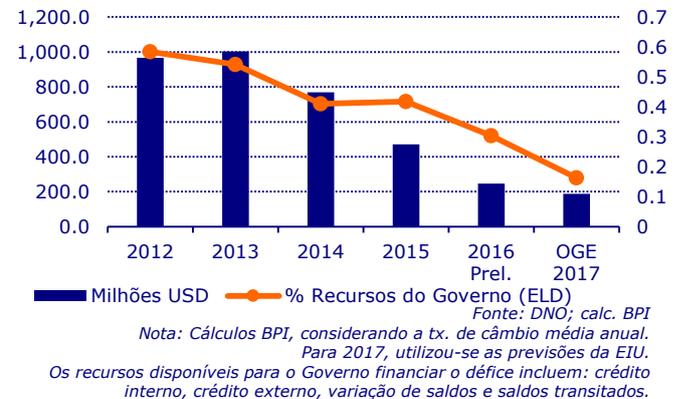
Com o problema das dívidas ocultas, a desconfiança afastou os doadores do país e os investidores estrangeiros e, com isso, o Metical seguiu uma trajetória descendente. A suspensão de apoios dos doadores internacionais, o menor investimento directo estrangeiro e a queda dos preços das principais matérias-primas de exportação do país diminuiram substancialmente a entrada de divisas. De facto, o Banco de Moçambique reportou, em Outubro, um mínimo desde 2009 de USD 1.66 mil milhões em reservas internacionais líquidas (RIL), quando, em igual período de 2015, o valor das RIL tinha sido de USD 2.18 mil milhões. A carência de divisas, visível na actividade diária do sector bancário, colocou restrições na capacidade das empresas em importar bens; este cenário obrigou os bancos a criarem listas de espera: quando os importadores queriam pagar uma determinada factura em dólares e o banco não tinha divisas para satisfazer a procura, a empresa era colocada em lista de espera e quando havia disponibilidade de moeda estrangeira era distribuída pelas várias empresas da lista para que lhes fosse possível liquidar, ainda que em termos faseados, as suas facturas.

Considerando o carácter fortemente importador da economia moçambicana, a desvalorização do Metical impactou desfavoravelmente no crescimento dos preços. De facto, foi possível assistir ao aumento da inflação, iniciado em finais de 2015, terminando 2016 numa taxa média de 20%, potenciando a perda do poder de compra da população. Adicionalmente, o escalar das tensões político-militares, culminando na restrição da circulação de bens e pessoas, diminuiu a disponibilidade de bens. A par disso, também as condições climáticas adversas pesaram negativamente, diminuindo a disponibilidade de bens alimentares.

Para combater a escassez de divisas, a queda do metical e a consequente escalada dos preços, o Banco de Moçambique adoptou uma política fortemente contraccionista ao longo do ano. Em Setembro e Outubro, existia mesmo uma situação de quase especulação, apostando na desvalorização significativa da moeda. Com a mudança do Governador do Banco de Moçambique em Setembro, a actuação da instituição alterou-se e assumiu um carácter mais restritivo. Os efeitos foram positivos, e, no final de 2016, assistiu-se a uma apreciação do Metical. Com o aumento do coeficiente de constituição de reservas obrigatórias, estimulou-se a venda de divisas para, assim, responder à exigência de constituição de reservas em moeda nacional. Outro aspecto a contribuir positivamente para o câmbio da moeda foi a aceitação por parte do Governo em levar a cabo uma auditoria externa independente às três empresas públicas (EMATUM, MAM e Proindicus). Podemos assim concluir que, em princípio, o ponto mais crítico da crise terá acontecido no 3º trimestre de 2016, sendo a tendência de normalização, embora muito gradual e ainda com vários factores de risco pela frente.

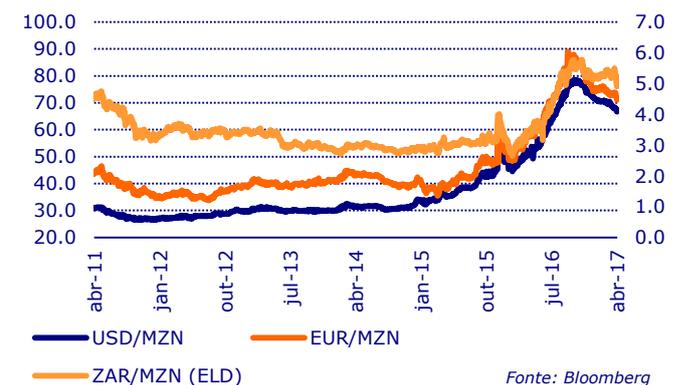
Donativos Externos diminuiram, em linha com a retirada dos doadores internacionais

(milhões USD; % recursos disponíveis do Governo)



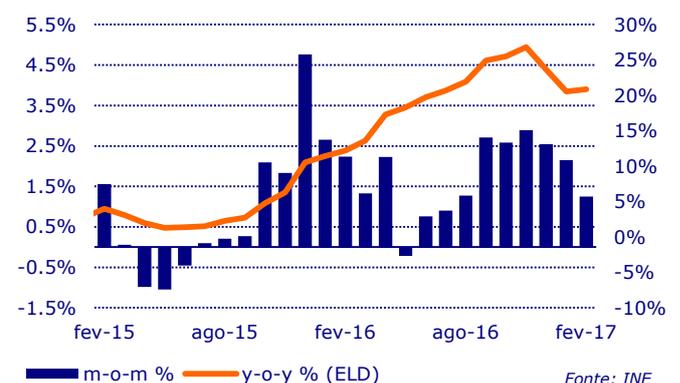
Metical esteve sob pressão durante 2016; recentemente, registou uma inversão da tendência

(x meticals por USD/EUR; x meticals por Rand)



Pressões inflacionistas começaram a desenhar uma trajetória descendente no final de 2016

(mom%; yoy%)

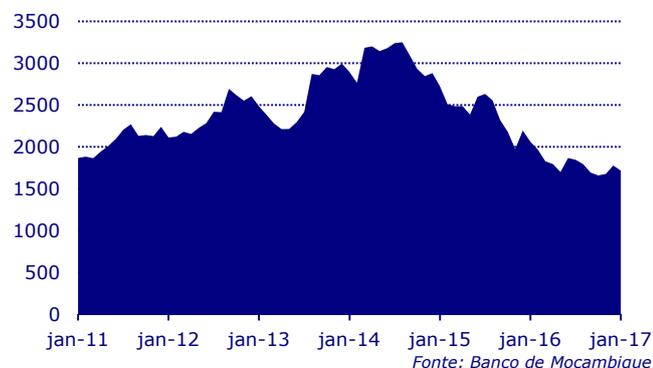


OPINIÃO

ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO (cont.)

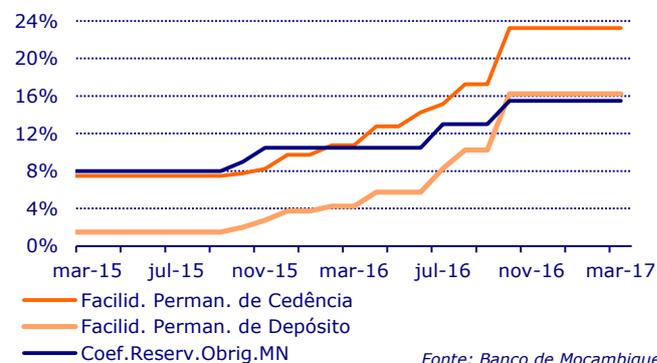
Escassez de divisas obrigou o Banco Central a aumentar o coef. de reservas obrigatórias em 2016

(reservas internacionais líquidas em milhões USD)



Taxas de política monetária

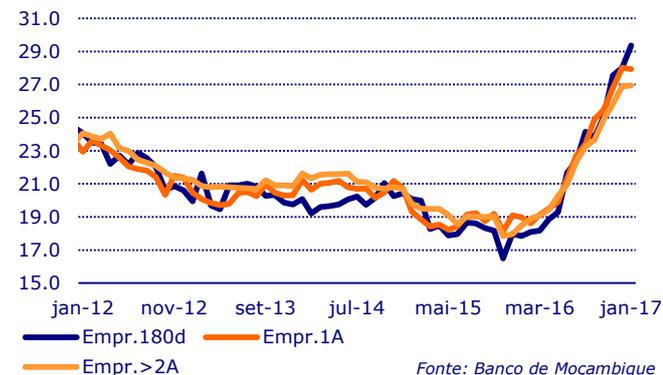
(%)



A política monetária restritiva teve naturalmente impacto no aumento substancial das taxas de juro. De facto, as taxas máximas em operações activas, reportadas pelo Banco de Moçambique, registaram uma média de 31.7% em 2016; no caso das taxas de juro mínimas registou-se uma média de 16.3%. Esta evolução tornou-se adversa para as empresas: o acesso ao crédito apenas era conseguido a custos muito elevados e, ao mesmo tempo, o sector bancário exigia garantias que muitas empresas não conseguiam cumprir. A necessidade de constituição de reservas obrigatórias também diminuiu a disponibilidade de crédito a conceder por parte dos bancos. Para além disso, a relação de muitas empresas privadas com o Estado, por exemplo, ao nível de obras públicas, colocou-as numa situação financeira desfavorável, em linha com a restrição de liquidez que o Governo enfrentou ao longo de 2016. Existe a percepção de que estes factores afectaram em maior grau as pequenas e médias empresas, que, perante a dificuldade de acesso ao crédito, viram a sua actividade abrandar e, em alguns casos, foram obrigadas a reduzir pessoal. No caso das grandes empresas, em regra, os negócios mais robustos e a situação financeira mais consolidada permitiu-lhes ter acesso ao crédito, recorrendo à sua capacidade negocial para obter taxas de juro comparativamente mais baixas. Com o aumento das taxas de juro, o abrandamento da actividade e os problemas de pagamento do Estado moçambicano, assistiu-se também a um aumento do crédito malparado, ainda que, de acordo com o Banco de Moçambique, este se mantenha sob controlo (em Novembro de 2016, o rácio do crédito malparado era de 5.2%, de acordo com o Banco de Moçambique). No entanto, considerando o contexto actual, é expectável que este rácio possa seguir uma tendência de ligeiro aumento ao longo deste ano.

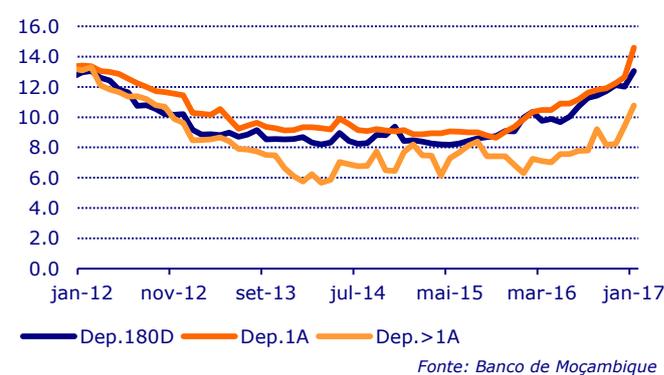
Taxas de juro médias dos empréstimos bancários, por prazo

(%)



Taxas de juro médias dos depósitos, por prazo

(%)



▫ **Perspectivas para 2017**

O final de 2016 ficou marcado pelo início de uma reversão do ambiente económico, ainda que os dados sobre o crescimento económico, publicados pelo INE, tenham apontado para uma forte desaceleração da actividade no 4T do ano. As medidas de política monetária implementadas pelo Banco de Moçambique permitiram que a situação de escassez de divisas fosse atenuada. Aparentemente, a situação foi revertida em Outubro, com a mudança do Governador do Banco de Moçambique e do discurso adoptado, alterando as expectativas dos agentes económicos, factor fundamental no processo de estabilização e posterior recuperação da moeda. No caso das empresas, foi possível assistir também à

ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO (cont.)

renegociação do pagamento das facturas para mais tarde, na expectativa de uma valorização do metical em relação ao dólar. A par disto, a Vale registou um retomar da produção. Para o total do ano, a empresa registou um aumento de 0.5 milhões de toneladas (Mt) para 5.5 Mt, ainda assim abaixo do objectivo de 10 Mt anunciada para 2016. No último trimestre, a produção ficou abaixo em 0.6 Mt face ao registado no 3T de 2016, explicado pelas restrições na importação de explosivos e constrangimentos na circulação ferroviária na linha do Sena e corredor de Nacala. Em Dezembro e Janeiro, no entanto, verificou-se o restabelecimento das operações, sendo que, no primeiro mês deste ano, atingiu um nível mensal recorde de 0.8 Mt. É também possível verificar, através dos dados trimestrais do comércio externo, que as exportações de carvão aumentaram em 115% q/q no 4T do ano, para USD 309.6 milhões, o valor mais elevado da série histórica do Banco de Moçambique. Ao mesmo tempo, relewa-se o facto de, nos últimos três meses de 2016, a balança comercial de bens ter registado, pela primeira vez, um *superavit*.

Adicionalmente, na primeira reunião de política monetária do Banco de Moçambique de 2017, ficou decidida a introdução de novas medidas, nomeadamente a aplicação de uma taxa de referência de política monetária, a partir de 15 de Abril. De acordo a autoridade monetária, actualmente há uma grande disparidade de taxas de juro praticadas pelos bancos comerciais do sistema; neste sentido, a tentativa passa pela aproximação das taxas existentes no mercado. Esta taxa será usada nas intervenções do Banco Central no mercado monetário interbancário para a regulação de liquidez. **Ao mesmo tempo, também se verifica uma diversidade de taxas de câmbio a ser praticadas pelos bancos comerciais e, também neste sentido, o BdM decidiu implementar uma taxa de referência, já em vigor desde 3 de Abril.** Esta taxa deverá resultar das taxas de câmbio praticadas pelos bancos comerciais nas operações com os seus clientes e resulta da média simples das taxas de câmbio médias apuradas em três momentos de cada dia útil: 9h30, 12h30 e 15h30. Algumas instituições apontam limitações: não ponderação da dimensão de cada um dos bancos ou das operações que efectue, assim como a adopção de uma taxa de câmbio administrativa e que não reflecte a valorização do mercado. A implementação destas políticas do banco central tem impacto incerto para os bancos, podendo afectar, especialmente, os bancos de menor dimensão. A par disso, a exigência do cumprimento de rácios de capital pode também causar algumas dificuldades, dada a envolvente restritiva e exigente com que as empresas se defrontam.

Ao mesmo tempo, com a apreciação do metical face ao dólar e beneficiando também de efeitos de base, as pressões inflacionistas começaram a desenhar uma tendência descendente. Este cenário deverá manter-se ao longo deste ano, considerando que a situação de escassez de divisas parece ter sido revertida, as condições climatéricas parecem favoráveis à produção agrícola, a taxa de câmbio deverá contribuir positivamente para a menor factura com a importação de bens e tendo em conta a suspensão das tensões político-militares, que parece sustentada. No entanto, a intenção de retirada de subsídios aos combustíveis, neste momento em discussão e já iniciada, poderá impor que a taxa de inflação sofra uma pressão ascendente, dependendo também da dimensão do gradualismo adoptado no processo de aumento dos preços dos combustíveis.

No caso do sector público, os desafios são vários. Desde logo a manutenção da taxa de crescimento económico em níveis elevados, promovendo a agricultura, turismo, energia e infra-estruturas. No que diz respeito à agricultura, as dificuldades incluem a falta de cadeias logísticas, fracas infra-estruturas para o escoamento da produção, ausência de técnicas de regadio, insumos de fraca qualidade, para além da falta de formação das pessoas. Ao mesmo tempo, o Estado terá de lidar com a escassez de recursos, incluindo receitas fiscais e a queda dos donativos, pelo que continuará a ser fundamental o controle efectivo da despesa pública. No âmbito da receita, o Estado tem vindo a implementar diversas medidas com vista ao seu alargamento. A adopção de reformas estruturais que visem a informatização de processos, por exemplo, poderá contribuir para a diminuição da economia informal e um aumento da base tributável. Ao mesmo tempo, têm sido aplicadas medidas relativas à selagem dos produtos (tabaco e bebidas não alcoólicas), aumento da fiscalização, introdução de máquinas fiscais (máquinas registadoras) e a inclusão da possibilidade de pagamento de impostos por via bancária. Ainda que o orçamento para 2017 tenha sido elaborado numa base mais realista do que o que tinha acontecido em 2016, comporta alguns riscos fiscais: (i) descontrolo da massa salarial; (ii) serviço da dívida e impacto da eventual depreciação da moeda; (iii) possíveis responsabilidades provenientes do Sector Empresarial do Estado. Em contrapartida, a redução de subsídios – combustíveis e pão – deverá acomodar algumas destas pressões.

Conclusão

As perspectivas para a economia moçambicana para o curto prazo continuam afectadas por diversos riscos e concretização de certos eventos. Apesar de se estar a tentar recuperar a confiança dos parceiros internacionais, o Estado falhou por duas vezes o pagamento de juros (EMATUM em Janeiro e Proindicus em Março), estando em simultâneo num processo de negociação com os credores da dívida comercial para a reestruturação da dívida e com o FMI para negociar um novo programa. Nos próximos meses estas duas questões deverão centrar a atenção no país, a par da divulgação das conclusões da auditoria externa (agora agendada para final de Abril). Outro desafio que nos parece muito relevante prende-se com a eliminação gradual dos subsídios aos combustíveis; de facto, as populações mais pobres recorrem aos chamados "chapas" para se deslocarem para os trabalhos, obrigadas, muitas vezes, a recorrer a várias carreiras ao longo do dia. Um aumento dos preços destes transportes leva a um aumento do custo de vida dos mais pobres, podendo originar perturbações

OPINIÃO

ECONOMIA MOÇAMBICANA E PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS: NOTAS DA VISITA A MAPUTO (cont.)

sociais. O Governo está a analisar a possibilidade de atenuar esta retirada, por exemplo recorrendo a subsídios aplicados directamente aos chapas licenciados, ou a atribuição de passes sociais (de mais difícil implementação a nosso ver). Nota para o facto de já se ter assistido a uma redução dos chapas em circulação e de o aumento dos preços dos combustíveis poder agravar esta diminuição.

Não parece possível que os doadores voltem a conceder os donativos da mesma forma que faziam anteriormente. Deverão antes aplicar directamente a projectos, garantindo também uma melhor monitorização. Nasce, assim, a necessidade do Governo desenvolver estratégias para alargar a sua base tributável e fazer face às suas despesas de funcionamento e às despesas essenciais para que se registem processos no desenvolvimento económico.

No entanto, as perspectivas de médio e longo prazo continuam favoráveis. Os projectos de recursos naturais parecem ter ganho uma dinâmica renovada, com a entrada da ExxonMobil na Área 4. No caso da plataforma *offshore*, falta apenas a decisão do parceiro chinês, China National Petroleum Corporation (CNPC), para se avançar com a construção da plataforma flutuante, a ser produzida na Coreia do Sul. É esperado que a decisão final de investimento esteja concluída no 1º semestre deste ano e que a plataforma esteja pronta e a funcionar em 2022; a sua capacidade de produção deverá atingir 3.2 milhões de toneladas por ano. Este projecto, no campo Coral, é o mais avançado, considerando ser de mais fácil aplicação; as outras áreas *onshore*, que incluem o campo Mamba e a Área 1, são de mais difícil implementação e, por isso, mais exigentes em termos de análise de investimento.

Por fim, a situação política – conflito latente militar- está aparentemente mais pacificada, permitindo a retoma da circulação normal de bens e pessoas.

Os desafios com que Moçambique teve de lidar em 2016 e com repercussões futuras poderá alterar a forma de actuação dos vários agentes económicos do país: no caso do Governo, será exigido que operem com menos recursos, promovendo a sua utilização de forma mais eficiente; que promovam medidas de alargamento da base tributável, medidas de combate à informalidade da economia e promoção de outros sectores da economia (diversificação económica e criação de emprego); do lado do sector empresarial, é esperado que as empresas que sobreviverem a esta crise fiquem mais robustas no futuro, através da diminuição de custos, melhoria do *governance* e ponderando melhor as suas apostas de negócio; no caso do sector financeiro, é expectável uma gestão de tesouraria mais cautelosa, mais controlo nos custos e melhor avaliação do risco na concessão de crédito.

Em suma, o potencial do país é imenso, atendendo à sua riqueza natural (não só reservas de minério e gás, como a qualidade dos solos e a abundância de água), à dimensão e potencial crescimento da sua população, bem como devido ao seu posicionamento geográfico. Deste modo, esta crise poderá ser vista como uma janela de oportunidades, potenciando um crescimento mais sustentado e gerador de bem-estar para a população.

Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

	%			
	Taxa de crescimento real do PIB		Taxa de Inflação Média Anual	
	2017	2018	2017	2018
Governo	5.5	-	15.5	-
FMI	5.5	6.7	15.5	8.0
EIU	4.2	4.6	22.6	11.9
Moody's*	5.1	6.0	12.0	5.7
Fitch	5.0	6.0	14.0	8.0
FocusEconomics	4.3	5.6	17.5	10.5

Fonte: Orçamento de Estado Rectificativo para 2016; FMI (revisão em breve); EIU; Moody's; Fitch; FocusEconomics (Abril).
Nota: * Taxa de inflação no final do período."

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Abril e Maio 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	2015	Variação 2008 a 2015	Variação 2000 a 2014
Chipre	304.6	285.0	353.7	68.7	49.1
Luxemburgo	n.d.	357.4	343.1	-14.3	n.d.
Irlanda	n.d.	236.5	303.4	66.9	n.d.
Dinamarca	158.1	222.8	292.0	69.2	133.9
Holanda	206.5	216.1	277.1	61.0	70.6
Reino Unido	131.5	181.5	187.5	6.0	56.0
Portugal	137.1	196.2	181.5	-14.7	44.4
Suécia	138.2	189.9	179.1	-10.8	40.9
Bélgica	113.8	162.2	154.0	-8.2	40.2
Malta	n.d.	152.9	132.2	-20.7	n.d.
Finlândia	93.0	132.0	129.7	-2.3	36.7
Grécia	53.1	113.5	118.5	5.0	n.a.
Itália	75.8	113.9	115.0	1.1	39.2
Espanha	102.5	195.7	114.3	-81.4	11.8
Bulgária	26.8	131.4	110.5	-20.9	83.7
França	99.0	122.2	108.3	-13.9	9.3
Áustria	121.7	127.5	93.5	-34.0	n.a.
Alemanha	122.7	109.4	92.9	-16.5	-29.8
Croácia	n.d.	111.0	89.2	-21.8	n.d.
Eslovenia	n.d.	105.6	87.3	-18.3	n.d.
Estónia	54.0	136.7	81.9	-54.8	n.a.
Polónia	n.d.	67.3	78.8	11.5	n.a.
Eslováquia	47.6	65.3	76.2	10.9	28.6
República Checa	57.0	63.7	68.7	5.0	n.a.
Roménia	26.6	65.5	59.3	-6.2	32.7
Lituânia	30.1	76.7	55.0	-21.7	24.9
Letónia	n.d.	104.6	52.0	-52.6	n.d.
Hungria	56.1	105.6	47.2	-58.4	-8.9
Valores não consolidados					
Estados Unidos	103.5	135.5	111.6	-23.9	8.1

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 Abril e Maio de 2017***Abril 2017**

UEM	6	Discurso do Presidente da FED - Frankfurt
	7-8	Reunião dos Ministros das Finanças
FMI	10	Publicação do <i>World Economic Outlook</i>
EUA	10	Discurso da Presidente da Reserva Federal na Universidade de Michigan
Portugal	21	A DBRS procede à revisão do <i>rating</i> e do <i>outlook</i>
FMI/B. Mundial	21-23	Reunião da Primavera em Washington DC
França	23	Eleições Presidenciais - 1ª volta
Japão	26-27	Reunião do Banco do Japão
UEM	27	Reunião do BCE

Maio 2017

Japão	2	Actas da reunião de política monetária de 15-16 de Março
EUA	3	Reunião de política monetária da Reserva Federal
França	7-14	Eleições Presidenciais - 2ª volta
Alemanha	7-14	Eleições regionais em estados alemães
Reino Unido	11	Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra
	11	Publicação do relatório de inflação
	11	BCE publica boletim mensal
UEM	24-26	Actas da reunião de política monetária de 27 de Abril

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				
	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.
Contas Nacionais (Base 2010)														
PIB	0.9%	1.6%	1.0%	1.0%	-	-	1.7%	-	-	2.0%	-	-	-	-
Consumo privado	2.3%	2.6%	2.5%	1.6%	-	-	1.9%	-	-	3.1%	-	-	-	-
Consumo público	-0.5%	0.8%	1.4%	0.8%	-	-	0.5%	-	-	0.5%	-	-	-	-
Investimento	5.1%	4.6%	-2.1%	-2.1%	-	-	-1.8%	-	-	2.6%	-	-	-	-
Exportações	4.3%	3.7%	3.7%	1.9%	-	-	5.6%	-	-	6.4%	-	-	-	-
Importações	7.8%	8.2%	4.8%	1.5%	-	-	3.9%	-	-	7.3%	-	-	-	-
Preços e salários														
Taxa de inflação média (%)	-0.3	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	-
Taxa de inflação homologa (%)	-0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.9	0.9	0.9	1.3	1.6	-	-
Taxa de inflação harmonizada (v/h)	-0.3	0.3	0.5	0.7	0.8	0.7	0.8	1.1	0.5	0.9	1.3	1.6	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	-1.3	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	0.6	1.4	1.7	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	1.1	0.9	1.7	1.8	1.6	1.4	1.5	2.3	1.2	1.3	1.1	1.5	-	-
Var. de salários sector privado (tx. anualizada; %)	1.0	1.2	4.1	1.3	2.1	1.4	1.9	-	-	-	1.1	0.9	-	-
Nível de actividade														
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	0.2	1.8	1.3	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	-1.1	0.9	-0.3	3.1	-1.7	1.2	-1.1	1.7	0.5	-0.4	2.0	3.4	2.1	-
Índice de confiança na indústria	-2.8	-2.2	-2.4	-2.1	-1.4	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8	0.5	1.0	0.6	1.6	1.2
Índice de confiança dos consumidores	-15.8	-10.9	-12.5	-12.2	-12.1	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6	-10.8	-7.7	-5.3	-7.0	-2.7
Índice de confiança no sector da construção	-39.0	-34.7	-33.1	-33.3	-32.7	-33.4	-32.0	-32.0	-29.6	-30.1	-30.2	-28.6	-29.1	-25.6
Índice de confiança no comércio a retalho	-0.2	2.1	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.6	1.0	1.3	3.1	2.9	1.4	2.4	1.9
Vendas a retalho (tvh)	2.7	-0.6	1.5	2.3	0.5	3.9	4.0	3.0	2.9	3.8	5.0	3.9	2.2	1.9
Vendas de automóveis (tvh)	37.9	10.4	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8	10.6	8.9	23.5	29.3	7.8	4.6
Vendas de cimento (tvh)	-9.2	7.3	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0	-3.0	-3.8	0.8	4.1	28.7	7.9
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	10.5	7.5	21.4	6.3	8.5	9.5	7.7	4.2	7.3	12.8	14.9	10.6	12.6	-
Taxa de desemprego (%)	13.5	12.2	12.4	-	-	10.8	-	-	10.5	-	-	10.5	-	-
Exterior														
Balança corrente (Ytd; M.E.)	105.4	123.9	-68.0	77.6	-748.8	-884.7	217.5	771.3	1027.6	1888.7	1767.7	1556.3	-42.5	-
Bens e serviços (Ytd; M.E.)	-10780.1	-10400.6	-2439.1	-3168.7	-4103.3	-5027.3	-5608.6	-6779.1	-7719.5	-8594.5	-9379.3	-10762.0	-940.5	-
Exportações mercadorias (tvh)	1.6	3.7	-1.5	-1.7	-1.4	-1.5	-2.0	-1.3	-0.4	-0.7	0.1	0.9	19.6	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	4.1	4.3	0.6	0.8	1.1	1.1	0.4	1.1	1.9	1.2	1.9	2.4	17.1	-
Importações mercadorias (tvh)	3.5	2.2	1.0	-0.9	-1.5	-1.4	-2.2	-0.9	-0.5	-0.6	0.2	1.2	22.3	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	6.3	7.0	5.2	4.1	4.6	4.4	3.3	4.3	4.3	3.8	4.4	4.8	14.7	-
Balança financeira (M.E.- Ytd)	2827.4	2164.2	274.9	660.6	-63.4	-296.6	1182.0	1744.1	2355.1	3118.5	2895.2	3141.7	496.2	-
Invest. directo em Port. (M.E. - Ytd)	9834.8	2030.6	2662.7	2589.6	3322.7	4654.4	4900.7	5448.2	4976.3	5453.5	6310.8	7634.4	931.0	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- Ytd)	7200.4	905.9	1049.9	1462.1	1552.6	1855.6	1908.5	2406.3	2118.3	2411.8	2866.9	3582.9	201.6	-
Outro invest. em Portugal (M.E.- Ytd) (3)	946.8	-10631.1	432.7	1156.4	1761.9	3809.0	5252.1	2487.5	2197.0	5686.7	9841.8	9111.2	245.9	-
Outro invest. de Portugal no exterior (M.E. - Ytd) (3)	3970.1	-9621.0	-1906.0	-2195.1	-2575.6	195.9	616.0	349.7	-868.5	-897.5	-1811.1	-3729.5	922.7	-
Finanças públicas														
Financ. das administrações públicas (Ytd; M.E.)	13.305.0	8.537.0	347.0	1.271.0	127.0	2.694.0	5.164.0	4.360.0	3.808.0	5.456.0	5.169.0	4.693.0	65.0	-

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

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.

(1) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;

(2) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2014					2015					2016					2017											
	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Mar.	Feb.	Jan.	Dez.	Nov.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	
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	52.71	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	16.7	9.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Custos laborais																											
EUA	2.7	2.7	2.4	-	-	3.1	-	-	3.0	-	-	2.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	1.2	1.5	1.6	-	-	1.1	-	-	1.4	-	-	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	0.9	0.0	1.5	0.0	-0.1	1.4	1.2	0.0	0.0	0.1	-4.5	0.5	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	1.06	1.15	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	0.06	-0.13	-0.25	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.34	-0.34	-0.35	-0.36	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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	-0.01	0.03	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxas de juro de longo prazo																											
EUA	2.17	2.27	1.77	1.83	1.85	1.47	1.45	1.58	1.59	1.83	2.38	2.44	2.45	2.39	2.39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Alemanha	0.54	0.63	0.15	0.27	0.14	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	0.16	0.28	0.21	0.44	0.21	0.33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	0.33	0.27	-0.03	-0.08	-0.11	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-0.05	0.03	0.05	0.09	0.06	0.07	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Taxas de câmbio efectivas																											
EUA (+ valorização;-depreciação)	8.4	10.7	4.4	3.7	5.7	5.2	4.2	1.3	1.3	3.2	4.0	4.5	2.2	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-5.2	-5.6	5.6	3.5	3.7	3.0	3.9	1.4	1.3	3.5	4.4	1.9	0.4	-0.1	-1.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	-7.9	6.9	9.2	10.6	16.5	24.2	21.1	19.6	18.8	18.2	12.4	7.0	5.5	1.8	3.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Preços no produtor																											
EUA	-0.6	-2.7	-2.3	-1.5	-2.2	-2.0	-2.0	-1.9	-0.1	0.7	0.5	1.9	3.0	3.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-2.7	-2.9	-4.0	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5	-0.5	0.0	1.6	3.9	4.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	1.8	-3.6	-4.0	-4.4	-4.6	-4.5	-4.2	-3.8	-3.3	-2.7	-2.3	-1.2	0.5	1.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Preços no consumidor																											
EUA	0.8	0.7	0.9	1.1	1.0	1.0	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	2.1	2.5	2.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro	-0.2	0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.8	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	2.4	0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Massa monetária																											
EUA (M2)	5.9	5.7	6.1	6.5	6.8	6.9	7.0	7.2	7.2	7.6	7.3	7.1	6.6	6.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zona Euro (M3)	3.8	4.7	5.2	4.8	4.9	5.1	5.1	5.0	5.1	4.5	4.8	5.0	4.8	4.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão (M2)	3.6	3.1	3.2	3.4	3.4	3.5	3.4	3.3	3.5	3.7	3.9	4.0	4.0	4.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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				
	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.
Crescimento do Produto														
EUA (anualizado)	2.3	0.9	0.8	-	1.4	-	3.5	-	-	2.1	-	-	-	-
Zona Euro (q/q)	0.4	0.5	0.5	-	0.3	-	0.4	-	-	0.4	-	-	-	-
Japão (q/q)	0.7	-0.2	0.5	-	0.5	-	0.3	-	-	0.3	-	-	-	-
Desemprego														
EUA	5.6	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	4.8	4.7	-	-
Zona Euro	11.3	10.4	10.2	10.1	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.6	9.5	-	-
Japão	3.4	3.3	3.2	3.2	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1	3.1	3.0	2.8	-	-
Confiança das Empresas														
EUA - Índice de confiança PME	100.3	95.2	92.6	93.8	94.5	94.6	94.4	94.1	94.9	105.8	105.9	105.3	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-4.9	-2.0	-4.1	-3.6	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8	-0.7	0.0	0.8	1.3	1.2	-
Japão - Índice Tankan (global)	15.0	18.0	17.0	-	17.0	-	-	16.0	-	16.0	-	-	16.0	-
Confiança dos Consumidores														
EUA - Índice da Universidade de Michigan	93.6	92.6	91.0	89.0	93.5	90.0	89.8	91.2	87.2	93.8	98.2	96.3	96.9	-
Índice do Conference Board	93.1	96.3	96.1	94.7	92.4	96.7	101.8	103.5	100.8	109.4	113.3	111.6	125.6	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-11.0	-5.7	-9.7	-9.3	-7.0	-7.9	-8.5	-8.2	-8.0	-6.2	-5.1	-4.8	-6.2	-5.0
Japão - Índice do ESRI	38.3	41.8	41.6	40.7	41.5	41.6	42.6	43.0	42.0	40.5	43.0	42.7	44.1	-
Indicador Avançado da OCDE														
EUA	109.9	110.6	111.0	111.2	111.6	111.8	112.0	112.3	112.6	112.9	113.3	-	-	-
Zona Euro	102.6	104.0	104.2	104.3	104.4	104.5	104.7	104.8	105.0	105.2	105.4	-	-	-
Japão	104.4	105.3	105.4	105.4	105.6	105.7	105.8	106.0	106.2	106.4	106.7	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial														
EUA - ISM manufacturas	54.9	47.9	51.7	50.7	51.0	52.8	49.4	51.7	52.0	53.5	54.5	56.0	57.7	57.2
PMI manufacturas	50.6	53.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6	53.7	54.9	55.2	55.4	56.2
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	101.9	101.6	102.3	103.2	101.9	102.9	103.1	103.3	103.3	103.7	103.5	103.6	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)														
EUA	3.2	-3.3	-2.4	-1.7	-1.5	-0.8	-1.2	-1.2	-0.8	-0.4	0.8	0.1	0.5	-
Zona Euro	1.0	0.8	-0.3	1.9	0.6	0.8	2.4	1.4	0.9	3.1	2.2	0.5	-	-
Japão	-0.1	-2.1	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	1.5	-1.4	4.6	3.2	3.7	4.8	-
Vendas a Retalho (t.v.h.)														
EUA	3.6	2.9	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	3.3	4.2	3.9	4.4	6.0	5.7	-
Zona Euro	3.2	2.6	2.0	1.8	2.0	1.9	2.0	1.2	2.8	2.5	1.4	1.6	1.8	-
Japão	-1.4	-3.1	-5.1	-4.0	-5.2	-5.3	-3.3	-4.7	-4.7	-0.4	-1.4	0.2	-0.1	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)														
EUA	-752.2	-762.6	-187.3	-246.1	-309.0	-375.1	-435.8	-496.4	-553.8	-617.3	-684.2	-749.9	-69.5	-134.5
Zona Euro	182.0	238.7	245.2	251.9	257.8	261.9	256.9	263.9	270.3	266.7	268.4	271.9	266.6	-
Japão	-12,874.9	-2,739.1	674.4	1,046.2	1,314.0	1,648.1	1,907.3	2,246.2	2,538.1	2,922.8	3,336.4	3,709.9	204.0	884.3

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.

Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2012 e 2013.

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-mar-17	1.0533	119.84	0.8555	1.0647	113.78
02-mar-17	1.0514	120.24	0.8556	1.0651	114.36
03-mar-17	1.0565	120.83	0.8636	1.0675	114.37
06-mar-17	1.0592	120.55	0.8630	1.0694	113.81
07-mar-17	1.0576	120.61	0.8671	1.0730	114.04
08-mar-17	1.0556	120.65	0.8675	1.0702	114.30
09-mar-17	1.0551	120.95	0.8665	1.0709	114.63
10-mar-17	1.0606	122.42	0.8725	1.0743	115.43
13-mar-17	1.0663	122.35	0.8726	1.0749	114.74
14-mar-17	1.0631	122.13	0.8756	1.0726	114.88
15-mar-17	1.0622	121.77	0.8707	1.0715	114.64
16-mar-17	1.0726	121.55	0.8681	1.0695	113.32
17-mar-17	1.0737	121.49	0.8687	1.0698	113.15
20-mar-17	1.0752	121.19	0.8679	1.0720	112.71
21-mar-17	1.0802	121.58	0.8675	1.0750	112.55
22-mar-17	1.0807	120.07	0.8679	1.0714	111.10
24-mar-17	1.0805	120.09	0.8660	1.0718	111.14
27-mar-17	1.0889	119.93	0.8640	1.0713	110.14
28-mar-17	1.0859	119.84	0.8646	1.0693	110.36
29-mar-17	1.0748	119.17	0.8639	1.0712	110.88
30-mar-17	1.0737	119.39	0.8618	1.0698	111.19
31-mar-17	1.0691	119.55	0.8555	1.0696	111.82
Var. Mês %	1.50	-0.24	0.00	0.46	-1.72
Var. em 2017 %	2.16	-2.74	0.49	-0.14	-4.80
Média mensal	1.0680	120.74	0.8657	1.0707	113.06

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

Escudo (PTE)	200.482
Peseta (ESP)	166.386
Franco Francês (FRF)	6.55957
Lira (ITL)	1936.27
Marco Alemão (DEM)	1.95583
Libra Irlandesa (IEP)	0.787564
Markka Finlandesa (FIM)	5.94573
Florim Holandês (NLG)	2.20371
Xelim Austríaco (ATS)	13.7603
Franco Belga (BEF)	40.3399
Franco Luxemburguês (LUF)	40.3399
Dracma Grega (GRD)	340.75
Tolar Esloveno (SIT)	239.640
Lira Maltesa (MTL)	0.429300
Libra Cipriota (CYP)	0.585274
Coroa Eslovaca (SKK)	30.1260
EEK (Coroa estoniana)	15.6466
LVL (Lats letão)	0.702804
LTL (Litas lituana)*	3.45280

Fonte: BCE.
Nota: (*) Desde 01/01/2015.**MTC-II**

	Data de entrada	Taxa Central face ao Euro	Bandas de Var. Nominal	Banda Actual
DKK (Coroa dinamarquesa)	01.01.1999	7.46038	+/-2.25%	<1%

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

04.Abr.17

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.43%	-0.40%	-0.36%	-0.25%	-0.13%
USD	0.93%	0.99%	1.15%	1.43%	1.79%
JPY	-0.01%	0.03%	0.04%	0.04%	0.15%
GBP	0.22%	0.26%	0.34%	0.49%	0.71%
CHF	-0.78%	-0.77%	-0.73%	-0.66%	-0.50%

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.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo												
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	270,360	264,422	263,340	265,677	266,859	268,154	269,808	268,382	265,620	263,172	261,150	260,233
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-118	2,886	1,910	1,778	1,603	22	2,940	233	-2,767	-183	-2,596	1,688
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	2,974
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	2,186
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	584	1,788	190	0	0	13	1	0	0	34	9	0
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)												
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	34,151	33,848	33,639	34,291	34,040	33,995	33,911	33,930	33,989	33,524	33,606	33,872
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	279	1,340	-293	640	-287	-44	-52	19	54	-477	77	273
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)												
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	58,995	51,509	50,613	50,752	50,481	49,668	49,595	49,342	48,299	47,509	45,836	45,845
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	547	-235	-238	192	-233	-237	-88	-260	-1,072	-782	-1,716	-39
Dívida Pública Transaccionável 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	133,146
BT's	16,242	15,023	14,855	14,165	15,054	14,523	16,090	15,699	17,065	15,429	15,136	14,774
OT's	92,400	103,865	108,188	109,555	110,593	111,679	111,466	112,726	109,659	110,210	110,076	112,326
Outras obrigações	51	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	5,940
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	3,243
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴	76,829	78,144	-	-	73,402	-	-	71,459	-	-	63,916	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	0.8	0.8	-	-	0.8	-	-	0.7	-	-	1	-
Transac. de Obrig. do Tesouro no MEDIP ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	126	141	60	114	116	109	136	285	277	121	87	165
												248

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI, ICGP.

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

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

3. Inclui emissões no mercado interno e externo; inclui títulos de participação.

4. Inclui apenas Dívida Pública emitida no mercado interno e o valor encontra-se expresso em milhões de euros.

5. MEDIP: Mercado Especial de Dívida Pública, a funcionar desde 24.07.00 (inclui EuroMTS)

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

06.Abr.17

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	7,329	1	2	4.450%	105.35	1.15	-0.079%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	2	4.750%	109.23	2.05	0.477%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	11,244	3	2	4.800%	111.83	2.92	1.002%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	13,640	4	0	3.850%	109.19	3.64	1.474%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	5,246	5	6	2.200%	99.88	5.10	2.222%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	6	4.950%	112.21	5.54	2.873%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,711	6	10	5.650%	115.02	5.73	3.174%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	8	6	2.875%	96.20	7.36	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	8	9	2.875%	94.11	7.62	2.920%
Ots 10 anos 17	2027-04-14	3,000	10	0	4.125%	101.51	7.97	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	12	10	3.875%	95.62	9.82	4.325%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	0	4.100%	95.79	12.77	4.421%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	27	10	4.100%	92.36	16.30	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 Ações

	04.04.2017	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	3,481.7	2.3	15.1	5.8	30.0	2016-06-27	-0.7	2017-04-03	20.5	14.9
DJ EURO STOXX	372.2	2.6	13.9	6.3	29.5	2016-06-27	-0.6	2017-04-03	19.9	15.2
DJ EUROPE STOXX 50	3,156.1	1.4	10.5	5.0	20.3	2016-06-27	-0.5	2017-04-03	16.5	15.4
DJ EUROPE STOXX	380.0	1.4	10.5	5.2	23.6	2016-06-27	-0.6	2017-04-03	15.9	15.5
MSCI EUROPE	1,543.4	1.1	9.3	5.0	18.5	2016-04-05	10.9	2016-11-25	18.5	15.5
BBG US INTERNET	139.4	2.0	8.8	12.9	32.9	2016-04-12	-0.0	2017-04-04	31.8	24.0
FTSE 100	7,321.8	-0.7	4.2	2.6	26.5	2016-06-24	-1.6	2017-03-17	20.3	14.8
DAX	12,282.3	1.8	15.7	6.6	32.9	2016-06-27	-1.1	2017-04-03	28.0	14.0
CAC 40	5,101.1	2.2	13.7	5.0	29.1	2016-06-27	-0.5	2017-04-03	20.1	15.1
PSI-20	4,956.5	6.3	8.3	5.8	18.6	2016-06-24	-3.4	2016-04-25	1.6	17.4
IBEX 35	10,361.2	6.4	18.7	11.5	37.5	2016-06-27	-0.4	2017-03-31	24.3	14.8
DOW JONES INDUST.	20,689.2	-1.5	13.2	4.7	21.3	2016-06-27	-2.3	2017-03-01	17.5	17.3
S&P 500	2,360.2	-1.0	9.3	5.4	18.5	2016-06-27	-1.7	2017-03-01	15.4	18.3
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,898.6	0.5	11.0	9.6	29.0	2016-06-27	-0.5	2017-04-03	21.8	22.5
S&P UTILITIES	559.5	-1.5	11.0	4.0	21.8	2016-06-27	-2.7	2017-03-01	17.3	18.6
S&P FINANCIALS INDEX	392.6	-5.0	20.7	1.6	36.3	2016-06-27	-6.3	2017-03-01	30.8	14.2
NIKKEI 225	18,861.3	-3.1	12.1	-1.3	26.9	2016-06-24	-4.1	2017-03-02	19.9	16.5
BOVESPA	65,768.9	-1.5	9.2	9.2	37.4	2016-04-06	-5.4	2017-02-23	34.1	12.3
MSCI WORLD	1,429.3	-0.5	9.2	4.8	16.7	2016-04-07	7.1	2016-11-25	16.7	17.0

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	04.04.2017	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 TELECOM	299.9	1.6	2.4	2.3	11.3	2016-12-02	-10.2	2016-05-31	-3.4	17.1
DJ EUROPE BANK	175.8	0.1	23.5	3.8	52.0	2016-07-06	-2.9	2017-01-26	28.8	12.5
DJ EUROPE TECHNLY	414.5	3.1	12.6	12.6	38.3	2016-06-27	-0.8	2017-04-03	26.3	21.9
DJ EUROPE INDUSTRIAL	500.5	2.6	12.4	7.7	31.2	2016-06-27	-0.5	2017-04-03	22.2	18.1
DJ EUROPE INSURANCE	275.0	0.1	15.7	1.9	34.9	2016-07-06	-2.1	2017-03-21	15.9	11.3
DJ EUROPE MEDIA	288.5	3.2	4.3	2.0	15.3	2016-06-27	-3.6	2016-04-19	-0.4	16.8
DJ EUROPE FINANCIAL	453.4	3.7	12.2	9.3	32.2	2016-06-27	-0.2	2017-04-05	16.5	15.0
DJ EUROPE OIL&GAS	314.3	1.3	9.8	-1.3	29.2	2016-04-05	-3.8	2017-01-03	28.4	15.5
DJ EUROPE UTILITY	290.3	3.2	3.9	5.0	14.5	2016-11-21	-4.2	2016-07-26	3.7	14.1
DJ EUROPE AUTO	557.7	-2.1	11.6	2.2	37.6	2016-07-06	-3.5	2017-03-29	18.6	8.3
DJ EUROPE CONSTRUCT	459.8	1.7	11.7	8.0	34.8	2016-06-27	-1.1	2017-04-03	21.8	18.2
DJ EUROPE HEALTHCARE	762.6	-0.2	5.1	6.4	16.2	2016-11-04	-2.1	2016-08-01	9.3	16.9
DJ EUROPE PR & HO GOODS	858.3	3.0	12.0	11.2	20.3	2016-06-27	-1.0	2017-04-03	n.a.	19.6
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	245.3	2.1	9.9	3.9	20.0	2016-06-27	-2.5	2016-05-25	n.a.	15.4
DJ EUROPE BAS-RESR	422.4	-1.3	28.1	7.8	73.8	2016-04-06	-6.0	2017-02-13	69.1	11.5
DJ EUROPE FOOD&BEV	641.8	2.0	0.3	5.4	13.3	2016-12-02	-2.6	2016-09-05	4.2	21.0
DJ EUROPE CHEMICAL	910.2	3.0	12.0	6.2	28.5	2016-06-27	-0.4	2017-04-03	n.a.	17.7
DJ EUROPE RETAIL	308.9	0.3	-0.2	-1.8	12.9	2016-06-27	-5.6	2016-04-19	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	121.4	-7.6	1.9	0.0	15.7	2016-06-27	-8.5	2017-03-16	6.7	7.5
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	904.8	1.4	13.0	12.0	33.7	2016-06-27	-0.6	2017-03-21	23.6	18.4
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	696.1	0.6	9.4	7.4	18.0	2016-06-27	-0.9	2017-03-31	12.1	19.7
S&P CONSUMER STAPLES	562.4	-0.6	4.6	5.8	10.1	2016-12-01	-2.1	2016-07-14	3.0	20.9
S&P ENERGY	516.8	-1.4	-1.0	-6.8	15.1	2016-04-05	-9.9	2016-12-13	14.8	31.1
S&P HEALTH CARE	860.1	-1.7	3.1	7.9	12.8	2016-11-03	-2.8	2017-03-15	8.6	16.2
S&P MATERIALS	328.7	-0.4	10.5	5.3	18.8	2016-04-06	-1.9	2017-03-01	17.8	18.6
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	168.9	-1.0	2.4	-4.4	10.7	2016-11-14	-8.9	2016-07-05	-2.0	13.7
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	04.Abr.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%	185.6	191.1	194.2	188.3	166.4	193.7	-2.9%	-4.4%	-1.4%	11.5%	-4.2%
CRB Energia												
Petróleo		51.5	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Heating oil		160.8	150.4	150.4	150.4	150.4	150.4	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Gas natural		3.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1251.5	1226.5	1181.3	1265.2	1228.4	1151.7	2.0%	5.9%	-1.1%	1.9%	8.7%
Platina		963.2	994.1	972.1	972.3	950.0	901.6	-3.1%	-0.9%	-0.9%	1.4%	6.8%
Prata		18.3	17.7	16.6	17.7	15.1	16.0	3.2%	9.8%	3.2%	20.9%	14.3%
CRB Agrícola												
Milho		364.8	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.8%
Sementes de soja		947.3	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Trigo		428.8	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%	-17.4%
CRB Alimentares												
Cacau		2108.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	-37.4%	-37.4%	-37.4%	-37.4%	-37.4%
Café		138.6	114.3	114.3	114.3	114.3	114.3	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
Sumo de laranja		155.1	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%	45.2%
Açúcar		16.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
CRB Industriais												
Cobre		264.5	233.1	233.1	233.1	233.1	233.1	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%
Algodão		75.0	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%	21.7%
CRB Gado												
Bovino		118.2	116.0	115.1	102.9	130.7	119.0	1.9%	2.7%	14.9%	-9.5%	-0.7%
Suíno		63.7	66.8	64.9	48.2	67.4	66.2	-4.6%	-1.8%	32.0%	-5.5%	-3.7%

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