

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	. A economia global continua a evidenciar um crescimento robusto, beneficiando da atenuação de alguns factores de ordem política (sobretudo na Europa, embora esperitem de novo tensões geoestratégicas relevantes), de condições financeiras muito acomodáticas nos blocos desenvolvidos e da retoma do comércio internacional. Destacam-se pela positiva as economias europeias – desenvolvidas e emergentes – e também os países asiáticos, regiões onde o crescimento esperado para 2017 tem sido revisto genericamente em alta. A Zona Euro destaca-se favoravelmente, devendo o ritmo de crescimento este ano alcançar o patamar mais alto da década (2.2%). . As previsões mais recentes da OCDE apontam para um crescimento mundial de 3.5% este ano, com uma retoma do comércio e do investimento, a par da melhoria do contexto económico em alguns dos principais produtores de matérias-primas. O FMI prevê um crescimento ligeiramente superior, 3.6% (WEO Outubro). . O ritmo de crescimento dos preços tem vindo a normalizar nos países desenvolvidos, mas aquém do desejado pelas autoridades monetárias. No actual contexto, os movimentos cambiais, a evolução dos salários e o andamento dos preços das <i>commodities</i> energéticas, assume particular relevo.	. Os riscos para o cenário central estão actualmente mais equilibrados, mas pontuam ainda alguns factores negativos: . Brexit - consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de protecção. Até à conclusão do processo, agendado para início de 2019, a incerteza e o ruído político intensificar-se-ão, com consequências possivelmente mais notórias a partir de 2018. . Tensões políticas na Europa - possibilidade de convocação de eleições antecipadas em Itália, onde o partido populista 5 Estrelas poderá ganhar maior visibilidade. Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu; tensão política na Catalunha. . Riscos de conflito na Península da Coreia. . Sector bancário - apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália e Portugal, embora a nível doméstico se tenham registado progressos notórios nos últimos meses. . China - abrandamento pode surpreender, dados alguns desequilíbrios (endividamento interno, em particular das entidades públicas locais e recurso a <i>shadow-banking</i>). . Economias emergentes - o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais; possibilidade de nova queda dos preços de algumas <i>commodities</i>.
EUA	. Os EUA mantêm forte ritmo de crescimento. A actividade económica norte-americana manteve o ritmo de crescimento mais acelerado no 3ºT do ano, com o aumento do investimento e dos stocks, ao mesmo tempo que ocorreu um menor défice comercial relacionado com a diminuição do consumo provocado pelo período de furacões que fustigaram importantes estados norte-americanos. O PIB cresceu a uma taxa anualizada de 3.3% no período entre Julho e Setembro, depois da expansão de 3.1% no 2ºT (1.2% no 1ºT). E a situação do mercado de trabalho encontra-se muito próxima do pleno emprego. Em Outubro foram gerados 261 mil empregos e a taxa de desemprego caiu para 4.1%. . Entretanto, foi aprovado o plano fiscal - The Cuts and Jobs Act - que será um importante instrumento de suporte económico. Os objectivos do plano são estabelecer um conjunto de cortes permanentes de impostos para empresas e indivíduos e simplificar o regime de deduções e créditos concedidos às famílias e empresas, eliminando ou reduzindo algumas das deduções agora previstas como forma de financiar a redução de impostos. Estima-se que o efeito positivo no crescimento será de +0.3 p.p em 2018 e de +0.2 p.p. em 2019. . No conjunto do ano, antecipa-se que o PIB avance 2.2%, acelerando para 2.4% em 2018.	. Protecçãoismo - 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 infra-estruturas do presidente 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; pelo contrário, as políticas de expansão poderão ser meramente inflacionistas, sem muito efeito no crescimento económico. Além disso, há um risco negativo, embora porventura não simétrico, de potencial de desilusão face à incapacidade de aplicação das políticas desejadas por parte da Administração. . 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.
Reino Unido	. No último relatório de inflação, o Banco de Inglaterra reviu em ligeira baixa as expectativas de crescimento para o corrente ano e para os próximos. Em 2017-18, as previsões da autoridade monetária apontam para que a economia avance 1.6%; esperando uma ligeira aceleração em 2019 para 1.7%. Neste período, a taxa de inflação permanecerá acima do objectivo de 2% do banco central, ie em 3% em 2017, 2.4% em 2018 e em 2.2% em 2019. Nese cenário, a autoridade monetária decidiu aumentar a taxa directora para 0.5%, mais 25 p.b do que o anterior nível, deixando em aberto a possibilidade de novas subidas. Com efeito, o seu governador afirmou que mais duas subidas de 25 p.b nos próximos três anos é um cenário consistente com as previsões de evolução da inflação.	. Brexit - As perspectivas apresentam-se enviesados em sentido negativo, reflectindo os efeitos associados à negociação da saída do Reino Unido da União Europeia.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Zona Euro	. Economia em 2017 - O ritmo de crescimento económico na área do euro em 2017 será superior ao observado no ano transacto, suportado pela procura doméstica. A actividade económica tirou partido dos efeitos de algumas das políticas de impulso adoptados no passado recente, nomeadamente as condições financeiras mais favoráveis e preços do petróleo relativamente baixos, aos quais se junta a recuperação gradual do mercado laboral e as condições de acesso ao crédito bancário mais favoráveis. A este dinamismo alia-se a melhoria da confiança dos agentes económicos, em linha com um contexto em que os riscos para o crescimento económico são agora mais equilibrados. Em 2018, as perspectivas continuam favoráveis e os factores de suporte ao crescimento são os mesmos de 2017. Mas a amplitude de crescimento será mais reduzida, reflectindo a aproximação da economia de uma situação de pleno emprego, antecipando-se que o PIB real registre um crescimento de 2.2%. . Inflação - A inflação deverá situar-se em 1.6% no conjunto do ano, consideravelmente acima do observado em 2016 (0.2%), mas ainda longe do objectivo do banco central. Para 2018, as previsões são de que o ritmo de crescimento dos preços seja semelhante ao de 2017. O comportamento dos preços será determinante para moldar as expectativas de mercado relativamente à política do BCE.	. Continuação do processo de retirada dos estímulos do BCE, com potencial impacto nos mercados de dívida soberana e custos de financiamento dos Estados. . Questões de ordem política interna: instabilidade política em Espanha, devido à situação na Catalunha; possibilidade de eleições antecipadas em Itália onde ressurgiu o apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas; negociações e efeitos do referendo britânico; . Factores de incerteza global: Administração Trump; normalização monetária nos EUA; desaceleração da actividade económica na China; instabilidade política na Turquia; conflito EUA-Coreia do Norte. . Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário. . Pela positiva: efeitos do programa do QE; potenciais efeitos positivos decorrentes de políticas mais expansionistas que o esperado nos EUA (política orçamental).
Portugal	. O Banco de Portugal actualizou as projecções para o crescimento do PIB em 2017, elevando a taxa de expansão para 2.6%, beneficiando de um melhor contributo da procura interna. O ritmo de expansão das exportações em 2017 foi revisto em 0.6 pontos percentuais para 7.7%, traduzindo a expectativa de um crescimento menos forte no actual semestre reflexo de factores que afectaram o comportamento desta variável no 2S16 e 1S17. . Os últimos indicadores continuam a suportar um cenário de aceleração e consolidação da actividade económica, sugerindo que o PIB terá mantido um ritmo de crescimento muito próximo de 2.5% (y/y) no terceiro trimestre. Os indicadores de sentimento apresentam uma tendência de ligeira deterioração, mantendo-se, contudo, em níveis elevados; da mesma forma, os indicadores de actividade apresentam uma evolução benigna. Mantemos o nosso cenário de crescimento, antecipando aumento do PIB de 2.7% e 2.2% respectivamente em 2017 e 2018. . As previsões do BPI para a Balança corrente e de capital foram revistas em alta para 1.7% do PIB (+0.1 p.p.) em 2017, dado o melhor desempenho da balança de serviços nos 12 meses terminados em Setembro e a revisão das séries históricas. Para 2018, a previsão mantém-se em 1.6% do PIB, mas em 2019 foi revista em +0.5 p.p., para 1.8% do PIB, dadas as expectativas de que a melhoria da competitividade é sustentada, de que as empresas continuarão focadas no mercado externo, de que as receitas no sector do turismo permanecerão estáveis e considerando a evolução do preço do petróleo em linha com as nossas previsões. . A criação de emprego continua a registar taxas homólogas próximas de 3%, destacando-se o sector dos serviços.	. Tapering pelo BCE - O risco mais premente prende-se com a 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 cerca de 66% das colocações de nova dívida pelo Estado, em 2016, tendo esta proporção recuado para próximo de 35% em 2017. . 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. . Pela positiva - A economia pode surpreender positivamente, sobretudo no investimento e exportações, tirando partido da permanência de condições, muito favoráveis.
América Latina	. O FMI espera que a economia da região avance 1.2% e 1.9% em 2017 e 2018, respectivamente. Ritmos de crescimento mais elevados, inflação com comportamentos mais benignos e elevada liquidez nos mercados internacionais suportam perspectivas de retoma da actividade nesta região. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente. . Brasil - O FMI antecipa um crescimento de 0.7% e 1.5% em 2017 e 2018, respectivamente, beneficiando da recuperação do preço de algumas matérias-primas, e do alívio das condições financeiras associada a redução da taxa Selic. O comportamento mais benigno da inflação também terá um impacto positivo no rendimento disponível das famílias, favorecendo o consumo. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente.	. O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos. . 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.
África Subsariana	. Economia em 2017 - O FMI espera que o crescimento económico atinja 2.6% este ano, reflectindo, essencialmente, factores pontuais, especialmente a recuperação da produção petrolífera na Nigéria, um alívio das condições de seca e uma melhoria do contexto internacional. O aumento dos défices orçamentais e o reduzido crescimento económico levaram a aumentos dos níveis de dívida e do serviço de dívida. . Economia em 2018 - A retoma deverá continuar no próximo ano, ainda que haja factores que limitem uma recuperação mais acelerada, incluindo a incerteza política nas duas principais economias da região, Nigéria e África do Sul. O crescimento económico deverá atingir 3.4%, mas os riscos continuam enviesados em sentido descendente. O FMI considera que, em muitas economias, o investimento público deverá continuar a suportar a actividade económica, aumentando os níveis de dívida e o custo com o serviço de dívida.	. Ajustamento face à nova normalidade de preços baixos das commodities - 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. . China - Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas. . Clima - Possibilidade de condições climáticas adversas. . Possibilidade de aumento da aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros. . Fed - Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região. . Incerteza política em algumas economias da região, levando a adiamentos na implementação de reformas estruturais essenciais. . Níveis elevados de dívida pública e preocupações com a sua sustentabilidade; eventual impacto no sistema financeiro.

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco em 2018

	Principais tendências	Factores de Risco
Mercado Cambial	. USD & EUR - Não faltam factores de mercado a ponderar e a influenciar a evolução do câmbio âncora em 2018. Do lado do dólar há a considerar a actuação da Reserva Federal ao nível da redução do seu balanço e da continuação do ciclo de subida das taxas de juro (ampliando-se o diferencial para as moedas rivais); a implementação do plano fiscal dará suporte à economia e à moeda, aguardando-se pelo prometido programa de obras públicas. No euro, o processo de <i>tapering</i> anunciado pelo BCE inicia o caminho da normalização monetária, embora as taxas de juro de referência devam permanecer negativas durante o ano; continuação de robustez económica na Zona Euro (consolidação do maior ritmo de actividade já verificado em 2017) deverá dar suporte à moeda única. O resultado final poderá ser uma evolução sem a formação de uma tendência vinculada a favor de uma ou de outra moeda. Parece-nos razoável uma variação em torno de 1.15. . GBP & CHF - A GBP deverá manter-se significativamente influenciada pelo decorrer do processo de Brexit (Março de 2019 é a data do divórcio definitivo do Reino Unido com a UE), podendo surgir surpresas políticas inesperadas, nomeadamente a convocação de eleições legislativas antecipadas e possibilidade de vitória de Corbyn face a May (neste cenário hipotético, o Brexit poderia ser posto em causa). O CHF, por sua vez, deverá manter-se sob controlo do banco central helvético, que persiste com a prerrogativa de actuar regularmente sempre que surja pressão de apreciação da moeda.	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos. . Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais. . O processo negocial para o Brexit deverá decorrer ao longo do ano, com consequências incertas. . A política da Administração Trump acarreta incerteza. . Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc. . As tensões vividas na Península da Coreia e no Médio Oriente são factores de risco geopolítico a escala mundial.
Mercado Monetário	. BCE - Perante uma actuação cautelosa e gradual, atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de mercado se mantenham em terreno negativo ainda em 2018. 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 2018. Também a anunciada remoção das medidas monetárias não convencionais deverá decorrer sem inesperados solavancos. A partir de Janeiro de 2018, as compras líquidas de activos manter-se-ão, mas ao ritmo mensal de EUR 30 mil milhões até final de Setembro (uma redução para metade do montante inicial). . Fed - Segundo as próprias previsões da Reserva Federal para a evolução das taxas de juro em 2018, o ciclo de subida deverá avançar com mais três movimentos durante o ano e mais dois em 2019, dependendo do comportamento do crescimento e da inflação. A Fed iniciou a redução muito gradual do seu balanço através da diminuição de 10 mil milhões de USD dos reinvestimentos de Treasuries e MBS, que decorrerá ao longo do ano, com a possibilidade do montante aumentar. . Banco do Japão - A actual política ultra expansionista não deverá sofrer alterações durante 2018. A recuperação económica está em marcha, mas a inflação persiste em manter-se longe do objectivo dos 2%. Uma evolução mais positiva poderá levar as autoridades a repensar numa redução na compra de títulos e cedência de liquidez.	. Na zona euro, as taxas de curto prazo deverão permanecer em terreno negativo em todos os prazos, mantendo-se a tendência de estabilização. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido. . Nos EUA, poderá surgir maior incerteza quanto à concretização dos três aumentos implícitos nas previsões da Fed em 2018. . Persiste algum desajustamento no mercado, que actualmente atribui uma probabilidade de 25% ao cenário de três subidas da taxa dos <i>fed-funds</i> durante o ano.
Dívida Pública	. Dívida benchmark - A lenta retirada dos estímulos monetários e a permanência da inflação abaixo dos níveis considerados óptimos pelos bancos centrais têm justificado a evolução das <i>yields</i> em níveis reduzidos face ao passado. Para 2018, prevê-se o aumento gradual das taxas longas, acompanhando o processo paralelo de mais crescimento económico e de redução da liquidez. Até final do ano, consideramos que a <i>yield</i> do UST a 10 anos se pode situar perto dos 3.25% e que a do Bund, no mesmo prazo, ronde os 0.85%. . Mercados periféricos - O ambiente de menor aversão ao risco e de baixos níveis de rentabilidade continuam a reflectir-se em maior apetência pela tomada de risco, favorecendo o recuo das <i>yields</i> dos países da periferia do euro, com destaque para o prémio de risco da dívida pública portuguesa a 10 anos, que já se encontra abaixo dos 150 pontos base face ao título alemão. O bom ambiente económico tem beneficiado as economias do Sul, embora os riscos face a choques externos não tenham desaparecido.	. Existem riscos em ambos os sentidos: no curto prazo se a inflação continuar a desapontar pode-se-ão observar novos aumentos dos preços dos principais títulos; mas no médio prazo continuam a estar enviesados no sentido de queda dos preços dos títulos de taxa fixa superior ao esperado, dadas as boas perspectivas de crescimento a nível mundial, com destaque para a zona euro. . Nos países da periferia o risco de agravamento dos prémios de risco exigidos mantém-se, sobretudo se se observar algum evento desfavorável inesperado, nomeadamente no sector financeiro. Em Portugal e nos países periféricos mais vulneráveis, a redução esperada das compras pelo BCE poderá reflectir-se no agravamento do prémio de risco. Os países com maiores necessidades de financiamento do sector público, tidos como mais vulneráveis estruturalmente, continuam sujeitos e dependentes do grau de aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais.

Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

	Principais tendências	Factores de Risco
Ações	. Se 2017 foi o ano em que os índices norte-americanos alcançaram novos valores máximos recorde, para 2018 as perspectivas mantêm-se positivas, embora exista sempre o receio de que possa surgir uma correcção significativa na tendência de subida (recorrentemente surge a discussão da formação de uma bolha num ambiente de abundância de liquidez). O ambiente económico persiste favorável e deverá sair mesmo reforçado nos dois lados do Atlântico, com as empresas a ganharem cada vez mais solidez, num cenário de mais produção, mais comércio e de inflação limitada. Uma situação de maior volatilidade ocorrerá numa situação de mais inflação e em resultado da continuação das políticas monetárias menos expansionistas. . As bolsas americanas podem vir a ser suportadas pela implementação e resultados da nova política fiscal, de suporte ao rendimento disponível das famílias e ao reforço de rentabilidade do sector empresarial. Perspectiva-se, assim, novos recordes, podendo surgir normais períodos de correcção (tomada de proveitos) que darão sustentabilidade ao ciclo. . As bolsas europeias (de referir que o DAX alcançou igualmente novos máximos, acompanhando o mercado americano) mantiveram-se maioritariamente sustentadas (o IBEX35 foi a excepção por via da questão da Catalunha) e têm espaço para progredir de forma sustentada ao longo de 2018. O crescimento, a normalização financeira e o menor risco são factores de suporte.	. O processo de normalização da política monetária por parte da Fed num contexto de alavancagem significativa em alguns sectores, pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados. . Questões geopolíticas, como a afirmação da Coreia do Norte como potência nuclear está a gerar preocupação a nível mundial, podem levar ao aumento da volatilidade e à aversão ao risco. . Desenvolvimentos no sector bancário europeu. . Actuação dos bancos centrais mundiais. . Perspectivas positivas para os resultados empresariais.
Commodities	. A perspectiva é de consolidação da recuperação dos preços, suportada no reforço do ritmo de actividade dos principais blocos económicos, 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. . No mercado do petróleo, os preços mais firmes foram alcançados através do acordo efectuado entre os países da OPEP mais a Rússia com vista à redução da produção diária. Acordo que foi prolongado até final de 2018. Pretende-se um maior equilíbrio entre oferta e procura. No entanto, outros países concorrentes estão a aproveitar para aumentar a sua produção, nomeadamente os EUA (outro importante interveniente neste mercado). . O aumento das expectativas de mais inflação está a inverter o interesse dos investidores e fazer recuar a procura de ouro, nomeadamente ou 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 na 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. . A eficácia do acordo conseguido entre os membros da OPEP mais a Rússia, com vista à redução da produção para níveis mais próximos da procura. . A tensão provocada pelos testes nucleares da Coreia do Norte configura-se o factor geopolítico mais significativo, com consequências imprevisíveis. . No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.