

Análise Mensal

09 de Janeiro de 2017

Mercados Financeiros

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

2017: UM ANO MARCADO POR RISCOS POLÍTICOS

- ▶ Oito anos volvidos depois da crise financeira internacional de 2007-2008, o crescimento económico mundial continua a pautar-se por uma significativa fragilidade. A estimativa mais recente do aumento do PIB mundial em 2016 situa-se em apenas 3.1%, o que a confirmar-se, será o ritmo mais fraco desde o ano da grande recessão (2009). Verifica-se ainda o arrastamento de um período demasiado longo de fraco crescimento: quando medido em termos de média móvel de 5 anos, 2016 marca um dos pontos mais baixos desde o final dos anos 90, com implicações negativas em termos de capacidade de criação de emprego, geração e distribuição de riqueza.
- ▶ Para 2017, as previsões apresentam-se cautelosas, antecipando-se apenas uma ligeira aceleração do crescimento. Mas na realidade existe uma enorme incerteza. Por um lado, parecem estar reunidas algumas das condições necessárias para uma retoma mais pujante, liderada pelos EUA, onde a nova Presidência deverá impor um cunho marcadamente expansionista à política orçamental. Acresce também o potencial efeito da melhoria de sentimento dos agentes económicos, evidente já nos últimos meses no andamento dos indicadores de actividade e expectativas em ambos os lados do Atlântico, sinalizando que 2017 poderá ser o ano da recuperação do investimento. E algumas métricas de mercado confirmam este sentimento mais positivo: recordamos a subida das *yields* norte-americanas para níveis máximos em mais de dois anos (aumento de 120 p.b. desde Julho); o reajustamento em alta das expectativas de inflação nos EUA e UEM; o aumento do preço do petróleo para valores que se aproximam dos 60 USD/barril, entre outros.
- ▶ Todavia, sobram também factores de risco ou que aconselham prudência na avaliação dos cenários, e que justificam as tímidas taxas de crescimento previstas para 2017 (a média recolhida pela Bloomberg aponta apenas uma expansão de 2.2% nos EUA). Para além dos factores de ordem política (destacam-se as eleições na Europa) e geoestratégica mundial (incluindo o reajustamento dos equilíbrios políticos entre actores de peso mundiais, designadamente EUA, China e Rússia) destaca-se a previsível acção da Reserva Federal, que reforçará o cariz menos expansionista da sua política monetária caso percepcione a acção da política orçamental como sendo sobretudo inflacionista.
- ▶ Entretanto, nos países da zona euro, para além dos factores de ordem política, o enfoque recairá sob o calendário do Banco Central Europeu, num contexto previsível de gradual reforço dos níveis de inflação e crescimento. Em 2017 poderá regressar alguma tensão ao mercado de dívida soberana do euro, se se intensificar a percepção de que o momento de inversão da política de *quantitative easing* poderá estar próximo, dadas as fragilidades que subsistem em algumas economias da região. Neste contexto, Portugal está particularmente vulnerável, dado o baixo ritmo de crescimento económico e a presença de elevados níveis de endividamento públicos e privados, num contexto de um *stock* de riqueza (poupança) relativamente baixo quando comparado com economias congéneres. Será deste equilíbrio de forças entre as políticas económicas e os factores de ordem política, a que se aliam o possível regresso de alguma instabilidade financeira, bem como das respectivas repercussões sob os níveis de confiança, que dependerá o cenário económico de 2017.
- ▶ Nos mercados financeiros, dado o contexto global descrito, a volatilidade deverá marcar presença ao longo do ano, destacando-se neste capítulo o mercado cambial onde o dólar deverá manter-se forte na primeira metade do ano (não excluimos o cenário da paridade face ao euro). As taxas de juro e a inclinação das curvas de rendimentos deverão aumentar, sobretudo se se confirmarem os cenários mais benignos para o crescimento e inflação. Este movimento será naturalmente mais intenso nas taxas longas do dólar. Todavia, o mercado de dívida soberana é particularmente dominado pela antecipação de cenários e gerido por expectativas, pelo que se poderá assistir ao estreitamento do *spread* entre as *yields* de 10 anos dos *US Treasuries* e do *Bund* (actualmente em máximos históricos) se se reforçar a percepção de que a viragem da política monetária na Europa está próxima. Finalmente, nos mercados de activos de maior risco – bolsa, *commodities* – deverá registar-se alguma heterogeneidade de comportamentos e a volatilidade deverá também imperar pois, embora beneficiando potencialmente do movimento de redução de exposição a dívida, estes são activos tipicamente vulneráveis a alterações do ciclo de taxas de juro da Fed.

2017: Um ano marcado por riscos políticos

Sobejam factores e elementos de risco político em 2017, desde os avanços no processo de desvinculação do Reino Unido da União Europeia, até aos vários actos eleitorais na Europa, com destaque para as eleições presidenciais em França e legislativas na Alemanha, passando pela passagem de testemunho nos EUA, onde Donald Trump assumirá a Presidência. O cenário central assume que o crescimento global será (finalmente) um pouco mais robusto, as taxas de juro continuarão a aumentar e os activos de maior risco beneficiarão, embora de uma forma possivelmente não uniforme. Procuram-se sobretudo confirmações, depois da acentuada alteração de expectativas, evidente no andamento das valorizações de alguns activos e instrumentos de mercado, com destaque para as taxas de juro de longo prazo, as expectativas inflacionistas e também a cotação do dólar e do petróleo. Mas os desempenhos não serão uniformes pois, mesmo num contexto globalmente mais favorável, o cenário para as economias mais vulneráveis, emergentes ou desenvolvidas, pode revelar-se mais negro que o previsto.

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
Principais Recomendações e Factores de Risco	07

ECONOMIAS

GLOBAL - DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE	09
RISCOS POLÍTICOS	11
BREXIT	
ADMINISTRAÇÃO TRUMP	
ELEIÇÕES NA EUROPA	
CALENDÁRIO DOS PRINCIPAIS EVENTOS ECONÓMICOS E POLÍTICOS DE 2017	
EUA – 2017 SERÁ UM ANO DE MAIOR CRESCIMENTO	17
ZONA EURO - FACTORES POLÍTICOS E BCE CONDICIONAM O CENÁRIO DE 2017	21
PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM... MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS	23
ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO	29
CHINA - PROSSEGUE O REAJUSTAMENTO	31
AMÉRICA LATINA - RETORNO A CENÁRIOS DE EXPANSÃO COM RISCOS DESCENDENTES	35
BRASIL - RETORNO A CRESCIMENTO, MAS FRACO	
MÉXICO - CENÁRIO POSITIVO, MAS INCERTO	
ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO	39
ANGOLA - 2016 MERCADO POR INFLAÇÃO ALTA E FRAGILIDADE ECONÓMICA	
MOÇAMBIQUE - PERSPECTIVAS DE MELHORIA, NUM CONTEXTO DE INCERTEZA	
ÁFRICA DO SUL - ECONOMIA DEVERÁ MELHORAR DE FORMA GRADUAL EM 2017	

MERCADOS

2017, ANO DE PERIGOS E DESAFIOS	47
MERCADO CAMBIAL	
MERCADO LIVRE <i>VERSUS</i> CONTROLADO, GUERRA CAMBIAL À VISTA EM 2017?	49
MERCADO MONETÁRIO	
NORMALIZAÇÃO GRADUAL, AMBIENTE ACOMODATÍCIO MANTÉM-SE	51
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
2017 ANO DE INCERTEZAS MAS DESFAVORÁVEL PARA A TAXA FIXA	54
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
2017 SERÁ UM ANO DE ÂNIMOS MAIS CONTIDOS	56
MERCADOS ACCIONISTAS	
FACTORES POLÍTICOS DEVERÃO PAUTAR O DESEMPENHO DAS BOLSAS	58
MERCADO DE COMMODITIES	
CONSOLIDAÇÃO DA RECUPERAÇÃO DOS PREÇOS EM PERSPECTIVA	61

PREVISÕES

Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas BPI - EUA&UEM	
Previsões Económicas BPI - Portugal	63
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	64
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	65
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes	66

BASES DE DADOS

67

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

	Perspectivas Globais	Factores de Risco
Global	. 2016 termina com uma nota positiva, facto que é evidente em vários indicadores de confiança e de actividade nas economias desenvolvidas e mesmo no comportamento de alguns activos financeiros (US Treasuries e acções norte-americanas, por exemplo). . Todavia, no global e em termos do binómio crescimento/inflação, o ano que agora termina desiluiu uma vez mais: o crescimento mundial pouco se afastou do patamar dos anos anteriores, cerca de 3% , as perspectivas de crescimento foram gradualmente ajustadas em baixa, e as estimativas mais recentes apontam para que tenha sido o ano de menor expansão desde a crise financeira de 2007-08. . O cenário consensual entre os analistas e as principais entidades de pesquisa económica, aponta para que 2017 se afirme um ano de maior crescimento, não obstante os riscos potenciais que se adivinham. O maior dinamismo deverá ocorrer nas economias desenvolvidas, mas também nos mercados emergentes, 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. . 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.	. Os riscos continuam enviesados em sentido descendente. . As consequências do processo de Brexit poderão ser mais gravosas se este conduzir ao reforço dos níveis de protecção, perturbações políticas e contágio a outros países europeus. . A situação política na Europa permanecerá como um dos principais factores condicionantes do cenário económico e financeiro em 2017 - destaque para as eleições que se aproximam na Holanda (Abril), França (Maio) e Alemanha (Setembro). Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu. . A situação da banca na Europa apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália, num contexto económico adverso; . As alterações estruturais na economia da China e o seu inevitável abrandamento e o processo de ajustamento das economias emergentes, mais vulneráveis e dependentes do mercado das <i>commodities</i> a uma nova normal de preços mais baixos, constituem também desafios importantes. Neste contexto, o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais. . A situação dos exportadores de <i>commodities</i> é ainda frágil, e assim deverá permanecer pois não se antecipa o regresso rápido a uma situação de crescimento económico global mais forte.
EUA	. O ano deverá terminar com um crescimento inferior a 2%, muito devido a um comportamento bastante fraco do investimento norte-americano, este por sua vez condicionado pelos problemas das empresas no sector energético devido aos baixos preços petrolíferos, no qual aliás se concentraram a grande maioria dos <i>defaults</i> neste país. Além disso, também a conjugação de várias incertezas políticas e financeiras (desde a volatilidade nos mercados devido à situação chinesa, passando pelo Brexit e acabando na própria eleição doméstica), que subjugaram tanto a confiança dos investidores, como a confiança dos consumidores. Assim, uma situação em que o mercado de trabalho foi observando melhorias graduais não se traduziu num desenvolvimento económico demasiado significativo. No entanto, o terminar do ano parece revelar uma renovada dinâmica, comum à indústria e aos serviços. . Em 2017, apesar da muita incerteza quanto aos planos de Donald Trump, a sua eleição levou a uma relativamente inesperada reacção positiva por parte dos investidores a um aumento da confiança dos consumidores, antecipando um maior nível de crescimento económico devido aos planos de uma política orçamental expansionista. Como mencionado, há alguma incerteza quanto ao que serão as políticas concretas, e há uma maior probabilidade de os cortes nos impostos conseguirem gerar mais consenso entre os Republicanos do que propriamente o plano de expansão orçamental, pelo menos a prazo. Tendo isto em conta, será certo que o aumento de confiança gerado pelas boas expectativas da presidência Trump terá o seu próprio efeito no crescimento, pelo menos na primeira metade do ano, com o período comparável de 2016 a ser bastante favorável para potenciais leituras de um crescimento mais acentuado, ainda que resultando apenas de efeitos de base. Para a globalidade do ano esperamos uma aceleração do crescimento económico em volta dos 2.3%.	. Uma política mais protecção pela parte do Presidente Trump poderá fazer sofrer o crescimento americano, sendo bastante provável que medidas concretas tenham uma resposta de retaliação por parte dos países visados. . Por outro lado, os planos de baixa de impostos e construção de infra-estruturas do Republicano poderão propiciar um maior ritmo de crescimento à economia americana, embora este cenário seja possível de contestar pela falta de folga no mercado de trabalho americano - pelo contrário, as políticas de expansão poderão ser meramente inflacionistas, sem muito efeito no crescimento económico. . 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	. O FMI estima que o Japão terá crescido 0.5% em 2016 e que avançará 0.6% em 2017. No médio prazo a despesa pública e a política monetária serão os factores de suporte do crescimento. . A informação económica recentemente publicada continua a indicar fragilidades, dando suporte a um cenário de fraco crescimento. O indicador PMI relativo ao sector dos serviços (que contam para 2/3 do PIB nipónico) continua a acelerar iniciando expansão da actividade. Em Dezembro atingiu o nível mais elevado dos últimos onze meses (52.3 pontos).	. 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.
Zona Euro	. É esperado que a recuperação económica na área do euro se mantenha em 2017, ainda que a um ritmo mais brando do que em 2015, de acordo com as últimas previsões do FMI e da Comissão Europeia. As duas instituições antecipam um crescimento económico de 1.7% e de 1.5% para 2016 e 2017, respectivamente. Os factores que este ano suportaram a actividade económica (preços baixos do petróleo, política fiscal ligeiramente expansionista, política monetária acomodatória) devem começar a esbater-se (a excepção deverão ser as condições financeiras mais favoráveis). A funcionar como entrave ao crescimento deverão estar ainda os legados da crise nalguns Estados-Membros (endividamento elevado no sector privado e público, problemas no sector bancário, níveis altos de desemprego e processos de desalavancagem ainda em curso). . Considerando um cenário provável de recuperação dos preços do petróleo nos mercados ao longo de 2017, a taxa de inflação deverá continuar a evoluir de forma positiva, beneficiando substancialmente dos efeitos de base na primeira metade de 2017.	. Desaceleração da economia mundial, particularmente na China. . 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.
Reino Unido	. No <i>World Economic Outlook</i> de Outubro, o FMI estima um crescimento de 1.8% em 2016 e de 1.1% em 2017. O crescimento estará condicionado pelo factor incerteza. O PIB no terceiro trimestre avançou 0.6% em cadeia, beneficiando da expansão da actividade nos serviços e indústria financeira.	. As perspectivas apresentam-se incertas, mas especialmente enviesadas em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da EU poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais	Factores de Risco
Portugal . A economia portuguesa terá abrandado em relação a 2015, registando um crescimento de cerca de 1.3% no ano passado, menos 3 décimas do que no ano anterior. O abrandamento foi particularmente sentido no primeiro semestre, devido a uma fragilidade no comércio internacional (que foi afectado por alguns factores extraordinários, como a precária situação económica em Angola e a paragem temporária de uma das refinarias de Sines), com excepção para o sector do turismo, que deverá crescer a dois dígitos novamente. Por outro lado, a quebra do investimento foi também essencial para explicar a desaceleração, algo que se deveu a questões internas e externas de incerteza (em particular a desconfiança perante a viabilidade da solução política encontrada), mas também à utilização do investimento por parte do Governo como instrumento de consolidação orçamental, observado-se quebras superiores a 20% no investimento público. . Em 2017 deverá observar-se uma aceleração moderada do crescimento, com a nossa previsão a apontar para uma expansão económica de 1.5%. Por um lado, desvaneceram-se alguns dos riscos (nomeadamente internos) que condicionavam o investimento, além de que é provável que o Executivo também aumente a formação bruta de capital fixo público, aproveitando a execução do novo programa de fundos europeus. Além disso, a eventual melhoria relativa da situação em Angola e o efeito base da exportação de combustíveis podem também levar a uma melhoria da procura externa. 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.	. 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. . Há também riscos descendentes para o crescimento e que, para além dos factores externos, reflectem um posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos, em particular se não se confirmar a retoma do investimento em 2017 depois de uma queda que deverá superar 2% em 2016. Este é um dos principais factores de preocupação a médio prazo, dado o fraco crescimento potencial que, a par dos baixos níveis de produtividade, é apontado pelos investidores como principal condicionante da avaliação de risco da economia portuguesa. . 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.
América Latina . Contraiu entre 0.5% e 1% em 2016, estando o mau desempenho económico relacionado com a acentuada queda da procura interna, mas também de menor robustez da procura global com impacto no preço das matérias-primas de que estes países são produtores e exportadores. Para 2017 antecipa-se o retorno a cenários de crescimento. O FMI e a OCDE estimam ritmos de expansão de 1.6% e 2.3%, respectivamente. Contudo os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, aliás como é patente na disparidade das previsões dos dois organismos internacionais, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente. O Brasil deverá voltar a ritmos de crescimento em 2017, mas muito reduzidos, continuando a reflectir fragilidades na evolução da actividade, na medida em que a folga produtiva do sector empresarial é ainda considerável e porque o consumo das famílias continua pressionado pelo elevado nível de desemprego.	. Os riscos são elevados em termos de aumento da volatilidade nos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil. . O Brexit poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos. . Pela positiva destaca-se o início do ciclo de redução das taxas de juro de referência no Brasil, atribuindo-se alguma probabilidade que se prolongue ao longo de 2017.
África Sub-sariana . 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), onde se espera que registem os piores desempenhos da região (ainda que positivos), o FMI reviu em baixa a perspectiva de crescimento económico para 2017 em 0.4 pontos percentuais para 2.9%. Ainda assim, este ritmo de crescimento mascara dinâmicas distintas. Ainda que se espere uma recuperação dos preços das <i>commodities</i>, os países exportadores e produtores terão de continuar a lidar com os efeitos adversos acumulados ao longo dos últimos dois anos. Nos países não intensivos em recursos, por outro lado, é antecipado que os grandes projectos de infra-estruturas continuem a suportar o crescimento. . Angola, por seu lado, continua a adaptar-se com alguma dificuldade ao cenário de baixos preços do petróleo, com efeitos nefastos para a economia não-petrolífera resultantes da escassez de receitas. O FMI reviu as suas previsões para o país, esperando que a actividade económica expanda 1.5% em 2017, após uma estagnação em 2016. Continua, contudo, a acautelar uma quantia prudente de reservas internacionais líquidas, que permitem afastar receios sobre a solvabilidade do país.	. No caso dos países exportadores e produtores de matérias-primas, apesar do cenário de melhoria dos preços nos mercados internacionais, a actividade económica deverá ser ainda afectada pela necessidade de medidas mais restritivas ao nível fiscal. . Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas. . Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico, num cenário de aproximação de eleições nalguns países. . Condições climatéricas adversas. . Aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros. . Condições financeiras mundiais mais restritivas. . Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana. . Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.

Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
Mercado Cambial . Para 2017 parece ser consensual que o dólar pode vir a apreciar-se ainda mais em relação às moedas rivais, perante a transição de alguns dos factores que o suportaram no ano passado. E, com o novo Presidente Trump, é cada vez mais certo que será implementada uma política fiscal favorável às empresas e às famílias norte-americanas, ao mesmo tempo que a política monetária seguirá o seu caminho de agravamento dos juros, acompanhando o esperado efeito económico de mais crescimento. Contudo, a tendência prevista de apreciação do dólar (a caminho da paridade) poderá não ser do agrado das autoridades americanas. Uma excessiva apreciação da moeda poderia anular todo o ambiente que rodeia um novo impulso de crescimento. Igualmente, um cenário de taxas de juro mais altas e de valorização de dólar poderá gerar desequilíbrios financeiros nas economias emergentes, assim como a depreciação das suas moedas de forma dramática, levando à possibilidade de intervenções dos bancos centrais nos mercados. O política ultra-expansionista do BoJ e as intervenções no mercado cambial conferem debilidade ao JPY. A GBP deverá incorporar depreciação ao longo do processo de Brexit, que se espera complicado e difícil. Em condições económicas mais favoráveis, o banco central helvético poderá relaxar o seu controlo sobre o CHF.	. 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. . 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. . A política da Administração Trump ainda acarreta incerteza. . Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc..
Mercado Monetário . Na zona euro, as taxas directoras do BCE não se deverão alterar ao longo de 2017, pelo que atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de mercado se mantenham em terreno negativo durante o ano. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.275% 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 (term premium). . Nos EUA, espera-se que a Reserva Federal prossiga com a política de normalização gradual do ciclo de taxas, podendo aumentar a taxa directora entre 50 a 75 pontos base. Neste cenário antecipa-se a permanência de um movimento de subidas das taxas de juro de curto prazo nos EUA.	. 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. . 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.
Dívida Pública . 2017 será um ano desfavorável para o mercado de taxa fixa, antecipando-se um movimento de queda dos preços dos títulos de dívida pública das principais economias. Todavia, a amplitude do movimento desenha-se incerta na medida em que permanecem incógnitas quanto à evolução da política orçamental e fiscal, sobretudo nos EUA; ou o início da redução do estímulo monetário na zona euro. . Em Portugal, o cenário para o andamento das <i>yields</i> da dívida pública é negativo. Caso se confirme uma melhoria do ambiente económico e financeiro na zona euro, o BCE poderá anunciar a redução das compras de dívida pública, diminuindo um importante factor de apoio à não subida dos custos de financiamento de Portugal; mas caso este acontecimento não se verifique por deterioração dos riscos na zona euro, os movimentos de procura de qualidade que lhe seguirão também se traduzirão em aumento das <i>yields</i> exigidas. Em todo o caso, a percepção de que o BCE terá de reduzir o montante das compras mensais de forma a prolongar por mais tempo a disponibilidade de dívida elegível para o seu programa de compra de dívida pública pesará nos custos de financiamento de Portugal.	. Existem riscos em ambos os sentidos, embora estes possam estar ligeiramente enviesados no sentido de uma queda dos preços 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 reinfacionar da economia. Este último aspecto poderá ser o principal risco em sentido oposto, ie menor perda de valor dos títulos de dívida pública, caso a Reserva Federal opte por uma política monetária mais agressiva de forma a evitar espirais inflacionistas. Na zona euro, caso aumentem as pressões sobre o BCE para retirada dos estímulos fiscais, o movimento de queda de preços dos Bunds poderá acentuar-se; em sentido oposto está o calendário eleitoral europeu. . Nos países da periferia o risco é de agravamento mais pronunciado dos prémios de risco exigidos.

Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações	Factores de Risco
Dívida Diversa . 2016 viu um aumento das emissões em cerca de 8%, num ambiente em que as baixas taxas de juro levaram os investidores numa busca por rendimentos mais elevados, fazendo assim baixar os custos de financiamento e tornando a dívida mais apetecível para muitas empresas. Em resultado disto, foi também um ano em que as <i>yields</i> desceram, também muito suportadas na Europa pelas compras de dívida empresarial do BCE. . O cenário para o próximo ano deverá ser de ânimos mais contidos, com menos emissões, <i>yields</i> ainda estreitas, mas com custos de financiamento das empresas a aumentar com as restantes taxas de juro.	. 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 defaults 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>.
Acções . As bolsas europeias continuam longe dos máximos históricos e o potencial, numa primeira análise, seria superior ao dos mercados accionistas norte-americanos; no entanto, a recuperação lenta da actividade económica e as questões políticas futuras (processo de negociação do Brexit e calendário eleitoral) podem derivar num cenário de volatilidade e aversão ao risco. Perante este panorama, parece difícil que as acções europeias registem valorizações significativas nos próximos tempos. Adicionalmente, os desafios do sector bancário europeu deverão constituir também um foco de atenção por parte dos investidores. . A performance americana está condicionada pelas expectativas em torno do plano económico de Trump, que parece assentar no investimento em infra-estruturas, na expansão fiscal, diminuição das taxas aplicadas às empresas e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais deverão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros.	. No caso americano, o processo de normalização da política monetária por parte da Fed pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados. Ao mesmo tempo, o sector tecnológico poderá ser negativamente afectado pelo plano económico de Trump (excepção para a biotecnologia). . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para 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. . Desenvolvimento no sector bancário europeu. . Desaceleração económica na China. . Actuação dos bancos centrais mundiais.
Commodities . A perspectiva para 2017 é de consolidação da recuperação dos preços surgida na segunda metade de 2016, suportada num maior consumo dos principais blocos económicos, que deverão ver normalizado o seu crescimento, num contexto de maior equilíbrio financeiro, mais inflação e mais comércio. É de contar ainda com a correcção da oferta sentida nalguns produtos, nomeadamente no mercado da energia. . Na energia, nomeadamente no petróleo, preços mais suportados foram alcançados com o acordo efectuado entre a OPEP e países não OPEP com vista à redução da produção diária. A OPEP acordou um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurou uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) em países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo). . O aumento das expectativas de inflação ao longo de 2017 (possivelmente com maior incidência no final do ano) pode inverter o interesse dos investidores e fazer regressar a procura em ouro, nomeadamente ao nível de operações de carácter mais especulativo. . Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida dos preços.	. O maior ou menor impulso económico nos EUA e a situação económica da China, num processo de grande transformação, são de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dado o seu importante papel como produtores e consumidores. . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços. . No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.

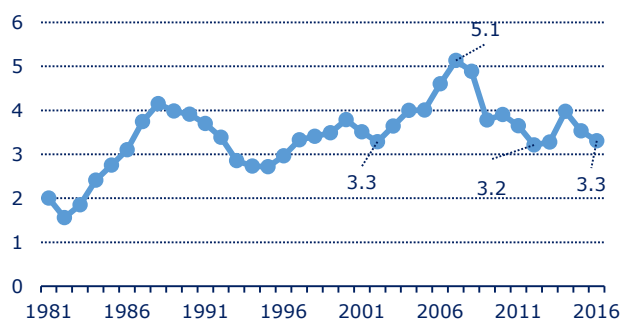
GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE

□ **1. 2016 - Mais um ano de fraco ritmo de crescimento** – Oito anos volvidos depois da crise financeira internacional de 2007-2008, o crescimento económico mundial continuou a pautar-se por uma significativa fragilidade. A estimativa mais recente do aumento do PIB mundial em 2016, situa-se em apenas 3.1%, o que a confirmar-se, será o ritmo mais fraco desde o ano da grande recessão, de 2009. Verifica-se ainda o arrastamento de um período demasiado longo de fraco crescimento: quando medido em termos de média móvel de 5 anos, 2016 marca um dos pontos mais baixos desde o final dos anos 90 (ver gráfico), com todas as implicações em termos de capacidade de criação de emprego, geração e distribuição de riqueza.

Emergentes e países desenvolvidos com trajetórias opostas - A dinâmica das economias emergentes, e em particular a menor pujança da economia da China que tem vindo a ajustar o seu modelo de crescimento, explica grande parte do abrandamento verificado da economia global desde início do século. Efectivamente, antes da crise financeira, o grupo de economias consideradas emergentes registava ritmos de expansão que superavam os 7-8%, contrastando com pouco mais de 4% nos anos mais recentes. Todavia, em 2016, estima-se uma ligeira melhoria deste grupo de países – o FMI antecipa que o PIB aumente 4.2% face a 4% em 2015 – contrastando com o grupo de países desenvolvidos, que se estima terem sofrido nova desaceleração: de 2.1% em 2015 para 1.6% no ano findo.

PIB mundial abrandou em 2016

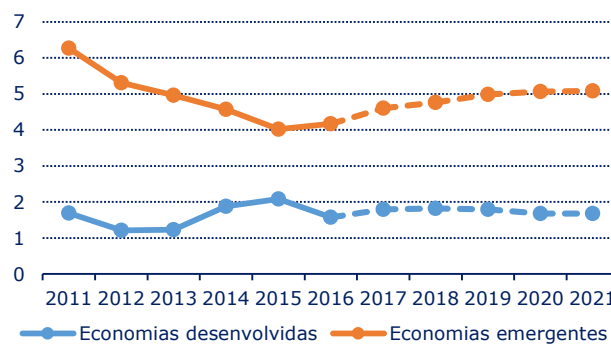
(taxa de variação; índice)



Fonte: FMI, BPI

Economias desenvolvidas desapontaram em 2016

(taxa de variação anual, em volume)



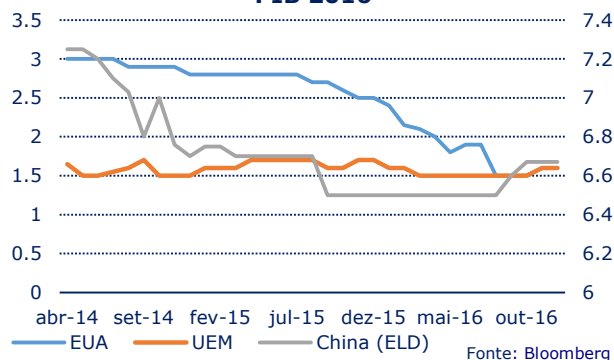
Fonte: FMI, BPI

Apesar das surpresas, 2016 termina com uma nota positiva - 2016 foi um ano dominado por acontecimentos inesperados, cujas consequências imediatas em termos de crescimento económico e comportamento dos mercados financeiros globais e do grau de aversão ao risco, acabaram por não ser tão negativas como antecipado. O resultado do referendo no Reino Unido teve consequências menos danosas que o previsto pois, efectivamente, o Brexit ainda não aconteceu. Mas o referendo foi o acontecimento que marcou o andamento das perspectivas de crescimento na Europa: no Verão, a média das projecções consensuais recolhidas pela Bloomberg colocava a expansão do PIB esperada em 2016 em pouco mais de 1%; actualmente, as estimativas médias apontam para um crescimento de 1.6%. Outro acontecimento mais recente que marcou de forma muito significativa as expectativas do mercado foi o resultado das eleições Presidenciais nos EUA: a perspectiva de uma política fiscal mais expansionista nos próximos anos tem induzido um reajustamento das expectativas globais e não só do crescimento esperado nos EUA, mas de outras variáveis de referência que espelham o sentimento económico global: veja-se a evolução das expectativas de inflação (economias desenvolvidas), da taxa de câmbio do dólar ou das taxas de juro de longo prazo.

Previsões de crescimento consensuais: Será o momento de inversão?

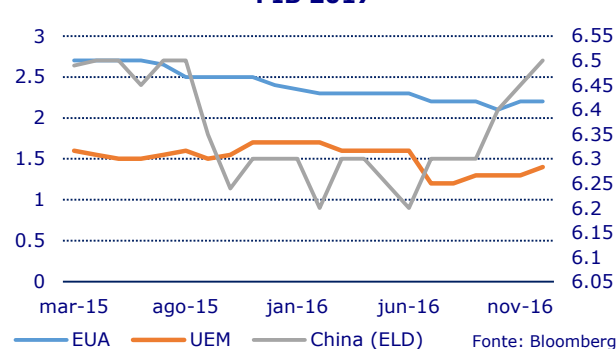
(taxa de variação média anual, em volume)

PIB 2016



Fonte: Bloomberg

PIB 2017



Fonte: Bloomberg

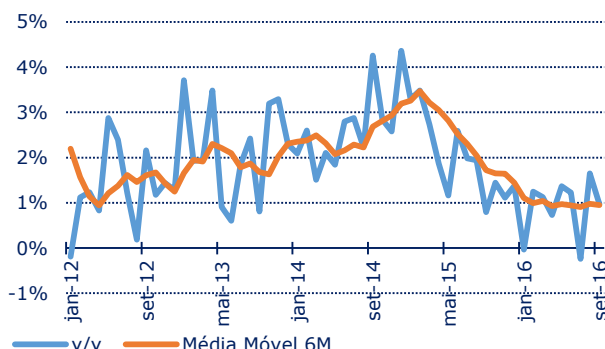
ECONOMIAS

GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)

Evolução do comércio internacional reflecte menor pujança global - O andamento do comércio internacional está intimamente relacionado com o dinamismo da economia global, constituindo um barómetro importante da saúde dos principais blocos económicos mundiais. A sua tendência recente é de uma certa estabilização, sobretudo quando analisando a série móvel de evolução das trocas comerciais, em volume desde início de 2016 (ver gráfico). Caso se confirme o actual cenário de lenta retoma no mercado de commodities (sobretudo energia) e estabilização em algumas economias emergentes de dimensão (destacam-se a China, saída do Brasil da situação de recessão, crescimento na Rússia), é possível que se assista à gradual aceleração das trocas de bens e serviços internacionais, sinalizando a aceleração do crescimento global.

Depois de um período de forte desaceleração (desde 2015), o comércio internacional tende a estabilizar

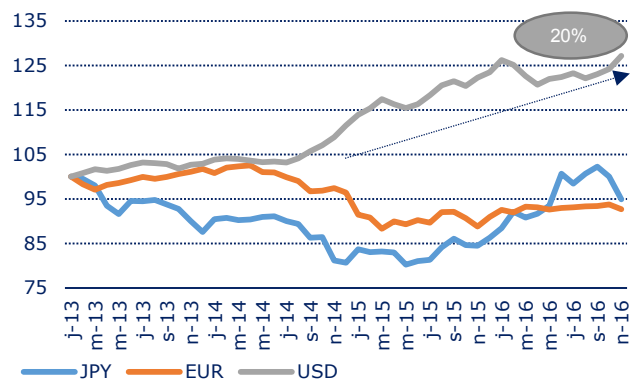
(taxa de variação homóloga, em volume)



Fonte: CPB trade data; cálculos BPI

Taxas de câmbio efectivas: dólar dos EUA ganha 20% em dois anos e meio

(taxa de variação y/y)



Fonte: Bloomberg

Economia dos EUA desilude em 2016 – O desempenho muito fraco da maior economia mundial teve um grande contributo para o arrefecimento registado em 2016: dado o seu peso no grupo de países desenvolvidos, cerca de 40%, a desaceleração do PIB registada em 2016 (próximo de 1%) justificou 80% da menor pujança registada no grupo – crescimento em 2016 inferior em 0.5 p.p.. O fortalecimento do dólar – que em termos médios anuais se apreciou cerca de 3.4% face às principais moedas do cabaz de trocas internacionais, e os efeitos da queda do preço do petróleo (apesar da recuperação registada no final do ano), são alguns dos factores subjacentes a este desempenho. A média dos analistas contactados pela Bloomberg antecipa que o PIB aumente apenas 1.6% em 2016, ritmo idêntico ao da UEM e cerca de 1 p.p. abaixo do registado há apenas um ano atrás.

□ **2. 2017 - Esperem o inesperado** – Esta tem sido a principal mensagem das perspectivas dadas pelas maiores casas de *research* mundiais e por quem acompanha habitualmente os temas mais globais. Efectivamente, há múltiplos factores e eventos de ordem política cujo desenlace poderá de novo surpreender (ver caixa no final do tema), com destaque para os avanços (inevitáveis) no processo de desvinculação do Reino Unido da União Europeia; as eleições na Europa, com destaque para França no primeiro semestre e Alemanha, em Setembro; finalmente, a tomada de posse do novo Presidente Norte-Americano e a verificação da postura e capacidade de implementação efectiva das medidas que o candidato anunciou. E se em termos puramente económicos, este poderá ser um ingrediente importante no puzzle da confiança e expectativas globais, já a nível geoestratégico ninguém sabe que novos equilíbrios ou desequilíbrios a nova administração trará. E esta é uma incógnita importante dado o aumento da probabilidade de instabilidade financeira, ou forte aumento do grau de aversão ao risco, com consequências inevitáveis na economia global.

A alteração do pendor da política fiscal nos EUA poderá revelar-se decisiva – Como já referimos, o peso da economia dos EUA e a sua influência directa e indirecta nos restantes principais blocos económicos mundiais, justifica as atenções sob a Administração Trump e a sua capacidade de acção efectiva. Se a nova administração conseguir implementar tudo o que foi anunciado (em termos de redução e alteração de impostos, aumento dos gastos e investimento públicos), alguns analistas estimam que o pacote completo de medidas representaria um acréscimo no défice público de 3.5% do PIB durante 10 anos!. Ou seja, a política orçamental tornar-se-á certamente mais expansionista que no passado recente, suportando a procura e estimulando o crescimento dos EUA e também a economia global. Em particular, **a alteração de expectativas que se verificou após o anúncio dos resultados pode ser o ingrediente que faltava para tornar as políticas de estímulo mais eficazes.**

Políticas económicas continuam divergentes: Mas dificilmente se assistirá a uma aceleração muito significativa do ritmo de crescimento económico global. De facto, as políticas monetárias deverão tornar-se gradualmente mais restritivas – sobretudo nos EUA – ou pelo menos, menos acomodáticas. Em particular, a Reserva Federal aumentará o cunho restritivo da sua política monetária caso as medidas implementadas pela Administração Trump se revelem sobretudo inflacionárias. Mesmo na região do euro, à medida que o crescimento se fortalecer e a inflação acelerar (como é expectável dado o andamento dos preços das commodities), existirá menor capacidade de imposição e de argumentação perante quem defende uma política

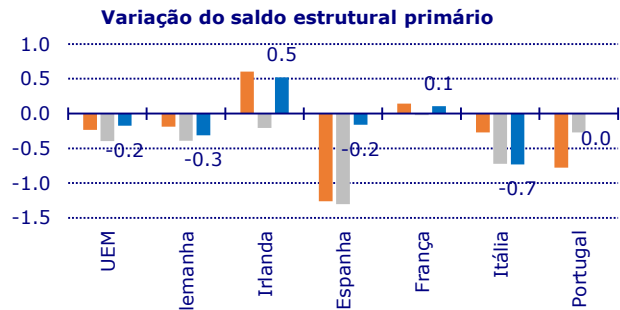
GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)

mais equilibrada no quadro dos governadores e decisores da política monetária na região. E este é um factor que poderá penalizar o crescimento europeu, afectando sobretudo as economias mais frágeis (Portugal, em particular). Por outro lado, se nos EUA a política orçamental se deverá tornar mais amiga do crescimento, na região do euro, de acordo com as previsões da Comissão Europeia de Novembro, o pendur da política orçamental será também de suporte ao crescimento, mas muito moderado, na ordem dos 0.2 p.p. do PIB potencial, com o contributo da Alemanha (0.3 p.p.), Itália (0.7 p.p.) e Espanha (0.2 p.p.). Entre os países analisados, apenas a Irlanda e França implementarão políticas orçamentais restritivas.

□ **3. Tal como antecipávamos, o preço do petróleo recuperou...e as perspectivas são favoráveis para os países exportadores** – Depois de atingir mínimos desde inícios do século no passado mês de Fevereiro, o petróleo encerrou o ano acima dos USD 50/barril não obstante as análises mais cépticas. Efectivamente, tal como em Novembro de 2014 foi o acordo da OPEP a alterar o enquadramento de mercado e ditar o aumento da oferta até expulsar produtores menos eficientes, afundando o preço, dois anos mais tarde foi também uma decisão do cartel, em sintonia com os grandes produtores emergentes fora da OPEP (sobretudo Rússia), que possibilitou a alteração (aparentemente sustentada) da tendência de queda dos preços do petróleo no mercado internacional. E ainda que o previsível regresso de alguns produtores com técnicas de extracção mais flexíveis (associados ao fracking) nos EUA possam travar o movimento ascendente, por ora parece existir algum fundamento para antecipar que o preço desta commodity evolua de forma mais sustentada em 2017. E esta será uma variável determinante para algumas economias emergentes mais dependentes, com destaque para Angola e também para o Brasil.

Na UEM antecipam-se políticas fiscais de suporte ao crescimento (moderado), com destaque para Espanha

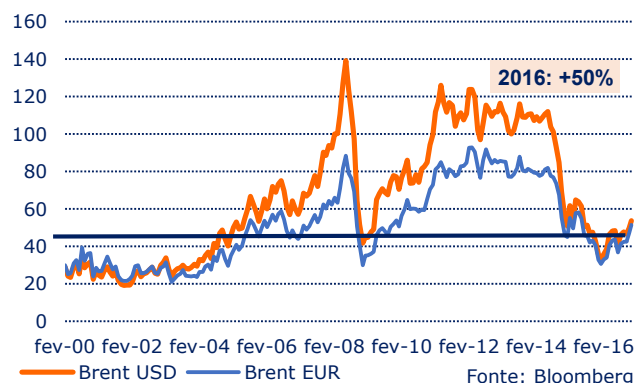
(% PIB potencial)



Fonte: Comissão Europeia
Nota: Variação negativa indica queda do saldo, logo política orçamental expansionista

Petróleo recupera dos mínimos

(USD; EUR / Barril)



Fonte: Bloomberg

Riscos Políticos

O ano de 2017 vai contemplar factores políticos determinantes para o seu condicionamento no curto e médio prazo. Damos ênfase a decisões marcantes de cariz político mas com repercussão a vários níveis, nomeadamente económico, financeiro, diplomático, etc., para além de poderem influenciar outros espaços económicos e países onde a acção em si não teve lugar (um dos aspectos que define a globalização). Existem factores que transitam de 2016 e outros que surgirão com o decorrer do ano de 2017.

No ano passado, a decisão de Brexit do Reino Unido (Junho) e a vitória de Donald Trump para a presidência dos EUA (Novembro) provocou turbulência ao nível dos mercados, já que foram escolhas inesperadas e que a médio/longo prazo trazem grande incerteza nos mais variados domínios. Assim, são factores a transitar para 2017. Acrescem ainda processos eleitorais importantes na Europa – na Alemanha (eleições legislativas federais), em França (eleições presidenciais) e na Holanda (eleições gerais) – onde as populações são chamadas a concretizar escolhas importantes. Neste âmbito existem caminhos propostos que podem passar por linhas mais populistas e/ou extremistas, que podem colocar em causa o actual modelo europeu baseado na coesão e na existência de uma moeda única. Pode-se ainda destacar neste âmbito de riscos políticos tanto à escala regional como mundial, o reequilíbrio do poder na Ásia com a ascensão económica da China e da Índia, perante um Japão menos pujante; o aumento de uma certa agressividade da Rússia de forma a impor/manter influência nas zonas fronteiriças com a Ucrânia, Cáucaso e Turquia, para além do actual suporte à Síria (no palco militar da guerra da Síria ainda se encontram os EUA e o Irão, que conferem à questão um carácter de conflito mundial).

BREXIT

Tanto o calendário do Brexit como todo o processo em si é ainda pouco claro. As próprias autoridades britânicas parecem não ter certezas quanto aos timings, embora tanto a PM Theresa May como a própria União Europeia tenham mostrado interesse por um

ECONOMIAS

GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)

processo rápido (mas nunca inferior a 2 anos, depois de accionado o artigo 50º do Tratado de Lisboa). Para além de todos os aspectos burocráticos, das negociações acerca das regras que vão pautar as novas relações institucionais, económicas, comerciais, financeiras, fronteiriças, etc. entre a UE-27 e o Reino Unido, os dirigentes europeus parecem ainda interessados em cobrar uma chamada “factura de saída” que pode ascender aos 60 mil milhões de euros (segundo algumas fontes). De facto, as questões são mais que as possíveis respostas mais imediatas, e acredita-se que irão aumentar à medida que todo o processo for avançando.

Também ao nível das repercussões, tanto na economia doméstica como nos principais parceiros económicos, não estão completamente definidas nem previstas/descontadas (ver Mercados Financeiros de Abril de 2016 – Brexit: Será uma escolha acertada?).

De facto, o Reino Unido tem uma posição económica importante tanto ao nível europeu, como mundial, sendo uma referência no comércio e na captação de investimento. Será nestes pontos que o Reino Unido terá mais a perder. Por outro lado, a City é a mais importante praça financeira mundial, podendo perder o estatuto de centro financeiro global. Neste âmbito da actividade comercial, de captação de investimento e da importância do centro financeiro, é provável que o Brexit leve inúmeras empresas a deslocarem as suas sedes e/ou sucursais para outros países dentro da União (a Irlanda, por exemplo, poderá ser um dos beneficiados). Tudo dependerá do que ficará contemplado nos novos acordos bilaterais que se sucederão.

Com o início das negociações do Brexit, acredita-se (pelas intenções já manifestadas) que serão muitas as instituições sediadas na City londrina a relocizarem as suas operações. E com mais de 100 empresas e instituições questionadas, a Irlanda parece ser o destino que reúne as condições necessárias. Para além de ser o único país que fala inglês de raiz na UE-27, os serviços do sector financeiro precisam continuar a ter acesso ao mercado único e precisam de uma jurisdição na qual isso continue a ser possível (sistema legislativo semelhante), e existe grande proximidade física e cultural entre eles.

Embora o Reino Unido tenha negado participar na União Económica e Monetária (UEM) e na moeda única, é inegável a sua importância económica e financeira para os restantes estados-membros. A economia britânica é a quinta maior do mundo (4.0% do PIB mundial), e a segunda maior da União Europeia. A sua quota de mercado nas exportações mundiais de bens e serviços é de 3.6%, representando cerca de 27% do PIB britânico, sendo que as vendas ao exterior de bens representam 56% do total exportado e as de serviços 44%. A União Europeia é um importante parceiro comercial do Reino Unido, absorvendo 47% das exportações de bens, destacando-se as vendas para a Alemanha (10.7% do total exportado), Irlanda (5.9%) e Holanda (6.1%), que no seu conjunto superam as vendas para os EUA (16.6%). O Reino Unido destaca-se também na captação de Investimento Estrangeiro, sendo que em 2014 foi o quarto maior receptor de IDE, captando 5.9% dos fluxos (entradas), e a segunda maior economia em termos de stock de IDE, com 6.4% do IDE mundial. Os custos em que o Reino Unido poderá incorrer relacionam-se com o facto da eventual implementação de tarifas alfandegárias implicar perda de competitividade dos produtos britânicos. Adicionalmente, o custo nos bens importados poderá também ser afectado, dependendo do tipo de acordos que sejam estabelecidos.

Para já aguarda-se que o Supremo Tribunal do Reino Unido se pronuncie acerca da necessidade de ser o Parlamento britânico a desencadear o accionamento do artigo 50 (não sendo só decisão do governo, após o Brexit ter ganho o referendo de Junho, como pretendia a PM Theresa May). No entanto, é improvável que os membros do Parlamento se oponham ao Brexit e corram o risco e a crítica de votarem contra a vontade popular. Se tudo correr como o previsto, estas decisões serão tomadas durante o 1º trimestre de 2017. Em termos de nova legislação que será gerada, acredita-se que ao longo do ano o Parlamento irá ter grande actividade.

ADMINISTRAÇÃO TRUMP

A política que será implementada pela Administração Trump carrega igualmente grande incerteza tanto a nível dos EUA como do Mundo. Antes de ser eleito Presidente (a tomada de posse ocorrerá em Janeiro), o candidato Donald Trump fez inúmeras intervenções públicas que geraram grande incerteza (para já no curto prazo) relativamente à futura política externa dos EUA, nomeadamente em relação ao seu papel de país líder da ordem mundial pós-IIGM, com efeitos no relacionamento com os restantes blocos político-económicos. Para já Donald Trump conseguiu criar incerteza tanto no seio das nações aliadas dos EUA como não aliadas, tanto face aos principais parceiros económicos como aos restantes países que acabarão por sofrer com políticas mais “duras” ao nível da diplomacia e do comércio internacional.

Acredita-se que não serão postas em causa as longas e fortes alianças existentes com a Europa e com a Ásia. No entanto, a já desgastada confiança no sistema financeiro saído de Bretton Woods e no comércio livre poderá sair ainda mais desacreditada se o caminho seguido for de defesa de medidas proteccionistas e de antagonismo perante importantes parceiros comerciais (recentemente foram feitos reparos em relação à política comercial chinesa, concretamente em relação à sua actual defesa de moeda mais fraca com vista à manutenção da competitividade externa da China). No caso da China, a importância da segunda economia mundial tanto ao nível dos EUA como global é inquestionável, sendo bastante negativo se surgisse uma “guerra” comercial entre as duas principais potências do mundo. EUA e China repartem a ordem económica mundial, mas tornou-se evidente que a China foi a principal beneficiária do sentido neo-liberal da globalização (em 15 anos, a China conseguiu duplicar o PIB per capita, avanço que mais nenhum país conseguiu em tão pouco tempo).

Com efeito, o slogan “Make America great again” usado inúmeras vezes por Donald Trump na campanha eleitoral, também passa pela

GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)

China, que representa 50% do défice comercial norte-americano. De facto, a China é responsável pelo maior défice comercial dos EUA entre parceiros (em 2015 foi de \$366 mil milhões, tendo os EUA importado um valor recorde \$482 mil milhões e exportado apenas \$116 mil milhões, devendo ter batido um novo recorde em 2016). Os EUA importam da China sobretudo aparelhos electrónicos, roupa e maquinaria diversa. O yuan fraco é uma das causas da competitividade dos produtos chineses e a sua penetração no mercado americano, para além dos baixos custos de produção existentes na China.

Na equação das relações económico-financeiras com a China surge ainda o facto de os chineses serem os segundos grandes detentores de dívida soberana dos EUA, logo a seguir ao Japão. **Em Outubro, o montante de dívida norte-americana na posse da China representava \$1.115 biliões, cerca de 29% do total de dívida pública detida por países estrangeiros, o que confere à China algum ascendente político.**

A ameaça de um comércio menos aberto entre os EUA e parceiros comerciais chave, como a China, combinada com a actual situação de dólar forte deverá ser negativo para a generalidade das economias emergentes, em particular para as economias abertas mais pequenas. Uma “guerra” comercial entre os EUA e a China teria consequências muito adversas no crescimento do PIB e na inflação em ambos os países, para além de poder gerar turbulência nos mercados financeiros, levando à fuga de capitais e a desvalorizações do yuan e que contagiaria as restantes moedas dos países emergentes.

Em termos gerais perguntam-se quais as políticas que poderão ser seguidas pela Administração Trump e suas repercussões nos EUA e nas restantes economias? Face às promessas eleitorais, a combinação de políticas proteccionistas, dólar fraco e política fiscal expansionista traria sem dúvida mais inflação, que poderia mesmo ultrapassar o objectivo da Reserva Federal de 2%. E a falta de correspondência com mais crescimento poderia colocar dilemas à Fed em termos da política a seguir – taxas de juro mais altas, mas até a que nível de forma a não colocar em risco a recuperação sustentada da actividade? Aqui o risco seria o de o surgimento de um processo rápido de estagflação, que poderia contagiar outros blocos económicos.

Contudo, é provável que a aplicação dos estímulos fiscais na economia norte-americana seja efectuada a uma escala mais modesta do que se está a antecipar e de uma maneira muito direccionada, o que permitiria ganhos de produtividade nalguns sectores mais dinâmicos (ligados à construção e manutenção de infra-estruturas). Mas maior crescimento numa situação de quase pleno emprego traria aumentos salariais e, por conseguinte, mais inflação (igualmente com a ajuda de preços da energia mais elevados). Os consequentes aumentos das taxas de juro fixarão o dólar em níveis muito fortes face às restantes moedas rivais o que poderia gerar um cenário contrário ao desejado. Ou seja, poderiam gerar-se constrangimentos ao crescimento e um agravamento das finanças públicas.

ELEIÇÕES NA EUROPA

A Europa será palco de importantes actos eleitorais em 2017, destacando-se as eleições legislativas na Holanda e na Alemanha e as eleições presidenciais em França. Perante o que parece ser o avanço dos populismos e dos partidos anti-sistema, existe a possibilidade de surgir uma Europa politicamente mais fraca em 2017, comparativamente a 2016, com consequências internas e externas para a própria União Europeia, prejudicando a agenda interna mas também a importância política do grupo perante outros importantes blocos. A necessidade de maior integração entre os estados-membros pode ceder lugar à realidade oposta – menos integração e mais divisionismo entre os países do Norte e os países do Sul da Europa, por exemplo. Uma Europa politicamente mais fraca terá dificuldades em gerir vários dossiês, nomeadamente o do mercado de capitais integrado, o da imigração e segurança das fronteiras, para além da incapacidade de mediar conflitos como o da Síria, da Ucrânia, etc.. Tradicionalmente, os países do Médio Oriente e de África contam com a UE-27 na mediação de conflitos. No entanto, a menor capacidade de gestão política, espelhada em líderes impreparados, torna igualmente a UE-27 particularmente vulnerável a novas crises.

Do ponto de vista económico, as dívidas soberanas e assim como as políticas fiscais de alguns estados-membros continuarão a ser escrutinadas pelos mercados, pois permanecerão fonte de risco para a estabilidade financeira e crescimento de actividade tanto na Europa como no Mundo. De facto, quando se fala sobre a vertente política, refere-se a importância de ter governos (dirigentes) que procurem e encontrem soluções ao nível das reformas a implementar e consolidar os ganhos obtidos. E a UE-27 tem ainda tanto a empreender não só ao nível fiscal, como também ao nível da consolidação e fiabilidade do sistema bancário/financeiro. É urgente terminar definitivamente com as crises sistémicas no sistema bancário. Tanto ao nível fiscal como do sistema bancário as atenções podem centrar-se na Grécia, Portugal, Itália e França.

Mas há que contar com o aumento do peso político dos eurocépticos e dos que rejeitam o actual sistema vigente na UE-27, em que a saúde financeira inerente à moeda única tem levado à manutenção de políticas de maior rigor financeiro. Existe o risco de se perder o esforço de implementação de reformas estruturais nalguns estados-membros, com prejuízo para o investimento externo e para um crescimento mais sustentado. A vitória dos chamados “populistas” ou mesmo “extremistas” nas eleições na Holanda, França e Alemanha (existe ainda a possibilidade de poder haver eleições em Itália se o actual e muito recente governo perder as condições de governabilidade) podem, por isso, ser factor de risco para a solidez da União Europeia.

ECONOMIAS

GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)

Calendário dos principais eventos económicos e políticos de 2017

Data	País/Organização	Evento	Comentário
01 Janeiro	União Europeia	Malta assume a presidência da UE até final de Junho	
01 Janeiro	União Europeia	Prolongadas as sanções económicas à Rússia iniciadas em 2014	Visam sectores estratégicos das finanças, energia e defesa
06 Janeiro	EUA	O Congresso confirma e formaliza o voto presidencial efectuado pelo Colégio Eleitoral	O líder do Senado anunciará os novos Presidente e vice-Presidente dos EUA
19 Janeiro	UEM	Reunião do BCE	
20 Janeiro	EUA	Tomada de posse do Presidente Donald Trump	
23 Janeiro	UEM	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas	
24 Janeiro	União Europeia	Reunião Ecofin dos ministros das finanças da União Europeia	
30/31 Janeiro	Japão	Reunião do Banco do Japão	Divulgação de relatório
31 Janeiro	Rússia	Expiram as sanções económicas da União Europeia	
31 Jan./01 Fev.	EUA	Reunião da Reserva Federal	
Janeiro/Fevereiro	Espanha	Aprovação do OE2017	Primeiro teste político ao novo governo minoritário do Partido Popular, liderado por Mariano Rajoy
Fevereiro	EUA	Testemunho Humphrey-Hawkins	A Presidente da Fed testemunha perante o Congresso
02 Fevereiro	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	Divulgação de minutas e do relatório da inflação
03 Fevereiro	União Europeia	Reunião informal dos estados-membros em Malta	
20 Fevereiro	UEM	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas	
21 Fevereiro	União Europeia	Reunião Ecofin dos ministros das finanças da União Europeia	
Março	Reino Unido	Apresentação do OE2017 ao Parlamento	
Março	China	Congresso Nacional do Povo	Apresentados os principais objectivos macroeconómicos
09 Março	UEM	Reunião do BCE	Apresentadas novas projecções macroeconómicas
09/10 Março	União Europeia	Reunião do Conselho Europeu	
14/15 Março	EUA	Reunião da Reserva Federal	Sumário das projecções económicas e conferência de imprensa
15 Março	Holanda	Eleições gerais	
15 Março	EUA	Limite de dívida pública	Deixa de estar suspenso o tecto que limita o total dos gastos públicos. O tecto actual é de \$18.1 biliões.
15/16 Março	Japão	Reunião do Banco do Japão	
15 Março	Rússia	Expira o congelamento de activos e a necessidade de vistos por parte da União Europeia	
20 Março	UEM	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas	
Fim de Março	Reino Unido	Limite para ser accionado o art.50 do Tratado de Maastricht	Iniciar-se-á o processo de Brexit, com duração de 2 anos
Abril/Maio	EUA	Discussão e aprovação de disposições orçamentais	
21 Abril	Portugal	A DBRS procede à revisão do rating e do outlook	
21/23 Abril	FMI/B. Mundial	Reunião da Primavera em Washington DC	
23 Abril	França	Eleições Pr esidenciais	1ª volta
26/27 Abril	Japão	Reunião do Banco do Japão	Divulgação de relatório
27 Abril	UEM	Reunião do BCE	
02/03 Maio	EUA	Reunião da Reserva Federal	
04 Maio	Reino Unido	Eleições regionais	
07 Maio	França	Eleições Presidenciais	2ª volta
11 Maio	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	Divulgação de minutas e do relatório da inflação
22 Maio	UEM	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas	
23 Maio	União Europeia	Reunião Ecofin dos ministros das finanças da União Europeia	
25 Maio	OPEP	Reunião em Viena	Análise da situação após o acordo de limites à produção
26/27 Maio	G-7	Reunião do G-7 em Taormina, Sicília	
Junho	UEM	Fórum dos Bancos Centrais e BCE em Sintra, Portugal	
08 Junho	UEM	Reunião do BCE	Apresentadas novas projecções macroeconómicas
11/18 Junho	França	Eleições Legislativas	
13/14 Junho	EUA	Reunião da Reserva Federal	Sumário das projecções económicas e conferência de imprensa
15 Junho	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	
15 Junho	UEM	Reunião do Eurogrupo em Bruxelas	
15/16 Junho	Japão	Reunião do Banco do Japão	
16 Junho	União Europeia	Reunião Ecofin dos ministros das finanças da União Europeia	
22/23 Junho	União Europeia	Reunião do Conselho Europeu	
Fim de Junho	União Europeia	Data limite de duração das sanções económicas à Rússia	O Conselho Europeu pondera e decidirá esta questão
Julho	EUA	Testemunho Humphrey-Hawkins	A Presidente da Fed testemunha perante o Congresso
01 Julho	União Europeia	Estónia assume a presidência da UE até final de Dezembro	
06/09 Julho	G-20	Reunião do G-20 em Hamburgo, Alemanha	
19/20 Julho	Japão	Reunião do Banco do Japão	Divulgação de relatório
20 Julho	UEM	Reunião do BCE	

GLOBAL – DEPOIS DE UM ANO IMPROVÁVEL, 2017 ATÉ PODE SURPREENDER... POSITIVAMENTE (cont.)**Calendário dos principais eventos económicos e políticos de 2017 (cont.)**

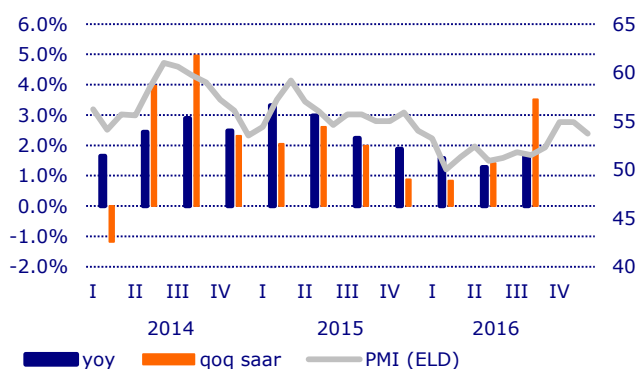
Data	País/Organização	Evento	Comentário
25/26 de Julho	EUA	Reunião da Reserva Federal	
Final de Julho	EUA	Limite de dívida pública	Será avaliada esta situação
03 Agosto	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	
Agosto	EUA	Simpósio de Política Económica Jackson Hole	
Agosto	Angola	Eleições legislativas	
23 Ago./22 Out.	Alemanha	Eleições Federais	
Outono	China	19º Congresso do Partido Comunista chinês	Analísado o novo plano económico quinquenal
Setembro	Espanha	Pode ocorrer um novo referendo à independência da Catalunha	
Setembro	Portugal	Eleições autárquicas	
Setembro	BRICS	Cimeira a convite da China	
07 Setembro	UEM	Reunião do BCE	Apresentadas novas projecções macroeconómicas
14 Setembro	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	
19/20 Setembro	EUA	Reunião da Reserva Federal	Sumário das projecções económicas e conferência de imprensa
20/21 Setembro	Japão	Reunião do Banco do Japão	
13/14 Outubro	FMI/B. Mundial	Reunião Anual em Washington DC	
19/20 Outubro	União Europeia	Reunião do Conselho Europeu	
20 Outubro	Portugal	A DBRS procede à revisão do rating e do outlook	
26 Outubro	UEM	Reunião do BCE	
30/31 Outubro	Japão	Reunião do Banco do Japão	Divulgação de relatório
31 Out./01 Nov.	EUA	Reunião da Reserva Federal	
02 Novembro	Reino Unido	Reunião do Banco de Inglaterra	Divulgação de minutas e do relatório da inflação
12/13 Dezembro	EUA	Reunião da Reserva Federal	Sumário das projecções económicas e conferência de imprensa
14 Dezembro	UEM	Reunião do BCE	Apresentadas novas projecções macroeconómicas
14/15 Dezembro	União Europeia	Reunião do Conselho Europeu	
20/21 Dezembro	Japão	Reunião do Banco do Japão	

EUA – 2017 SERÁ UM ANO DE MAIOR CRESCIMENTO

□ Em 2016, a dinâmica económica nos Estados Unidos foi **significativamente mais fraca do que o esperado inicialmente, tendo-se revelado particularmente fraca na primeira metade do ano**. Em termos trimestrais anualizados, a economia americana cresceu apenas 0.8% nos primeiros três meses do ano, e 1.4% no segundo trimestre. Olhando para os números em termos homólogos, com expansões de 1.6% e 1.3%, respectivamente, no 1º e 2º trimestres do ano, é perceptível que este terá sido o 1º semestre mais fraco desde 2013. Mesmo entre Julho e Setembro, o aumento da actividade económica face ao ano anterior foi de apenas 1.7% (também semelhante a 2013). Apesar de tudo, o comportamento do consumo interno foi relativamente robusto, mantendo-se sempre acima dos 2.4% yoy durante os 3 primeiros trimestres. Assim, a principal causa para o pior desempenho prendeu-se com a quebra do investimento: a formação de capital fixo não-residencial caiu em termos homólogos durante os três trimestres, sendo que não decrescia desde os primeiros três meses de 2010. Por sua vez, esta quebra deveu-se fundamentalmente ao sector energético, devido aos baixos preços petrolíferos, influência que é notada no investimento em estruturas, que, tendo começado a sofrer quebras homólogas em 2015, prolongou esta tendência em 2016, juntando-se a esta diminuição também uma descida homóloga no investimento em equipamento; além da questão do sector energético, o ano foi marcado por várias incertezas políticas e financeiras (desde a economia chinesa, ao Brexit, passando pelo próprio período eleitoral americano) que seguramente ditaram o adiamento de alguns investimentos. Por outro lado, apesar de um comportamento relativamente fraco do comércio internacional, também devido ao fortalecimento do dólar, este não teve muita influência no crescimento americano em 2016.

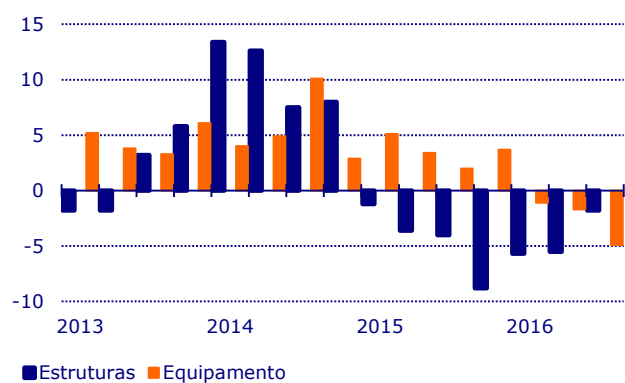
PIB abrandou em 2016

(taxa de variação; índice)



Quebra no investimento foi determinante

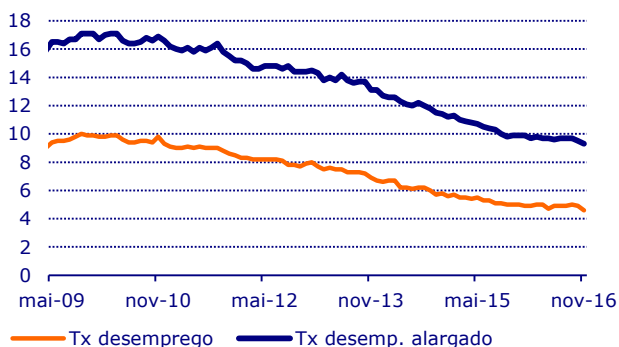
(taxa de variação homóloga)



□ No mercado de trabalho, 2016 foi um bom ano, com a taxa de desemprego a continuar a descer, terminando o ano em níveis mínimos desde 2007 (4.7% em Dezembro). Mesmo olhando para outras medidas da saúde do mercado de trabalho, o retrato é de uma melhoria gradual mas robusta. Os pedidos de subsídio de desemprego estão abaixo dos 300 mil pelo maior período desde os anos 70. Além disso, mesmo a medida mais abrangente do desemprego, a U-6 (que abarca também os desencorajados, entre outros) está em 9.3%, o nível mais baixo desde Abril 2008. Finalmente, mesmo os ganhos salariais começam a surgir, rondando subidas de 2.5% em 2016.

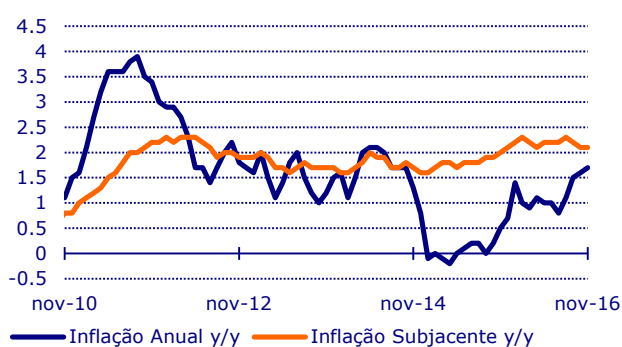
O mercado de trabalho continuou robusto em 2016

(percentagem da população activa)



A inflação mostra sinais de aceleração

(taxa de variação homóloga)



ECONOMIAS

EUA – 2017 SERÁ UM ANO DE MAIOR CRESCIMENTO (cont.)

□ A inflação, por seu lado foi paulatinamente subindo em 2016, principalmente na segunda metade do ano, ficando em Novembro já pouco abaixo dos 2%, a 1.7%. Se por um lado os preços *core* têm mantido aumentos anuais acima dos 2%, suportados, entre outras coisas, pelo aumento das rendas, o fim do ciclo de quedas nos preços do petróleo ditou que o sector energético deixasse de ter uma contribuição tão negativa em 2016, e começasse mesmo a ajudar ao aumento dos preços na economia americana.

□ A INFLUÊNCIA DO MANDATO DE TRUMP

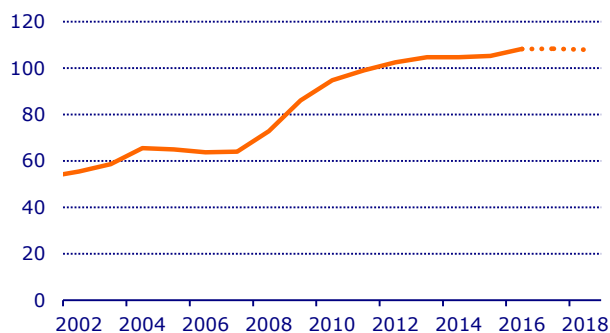
Donald Trump ganhou as eleições com base em promessas de cortar os impostos para a classe média, e de avançar com um plano de infraestruturas ambicioso, querendo elevar o crescimento económico americano para cerca de 4%. Além disso, espera-se também que se consiga aumentar o investimento em solo americano, em especial na indústria, quer através de uma política de comércio internacional mais ciosa dos interesses americanos, como também de um ambiente de investimento mais atractivo e pró-empresas, com menos regulação económica e burocracia, e impostos mais baixos.

Em teoria, um significativo estímulo pelo lado orçamental poderia efectivamente aumentar o crescimento económico americano. No entanto, há vários obstáculos para que este cenário se concretize.

Em primeiro lugar, há um problema de concretização dos planos de Donald Trump. Mesmo assumindo que o Presidente-eleito querará cumprir as medidas tal como apresentadas, o mais provável é que haja algum tipo de negociação com os Republicanos nos órgãos legislativos. Apesar das duas câmaras do Congresso serem controladas pela mesma cor política de Trump, nos Estados Unidos não há disciplina partidária nas votações, e os membros têm frequentemente interesses e ideias diferentes das lideranças: isso deverá ocorrer mais em particular neste caso, já que Trump não é, de todo, um Republicano típico. Será difícil, por exemplo, que a maioria Republicana aceite um pacote de medidas que seja claramente deficitário. Existe assim, um perigo de que as medidas a aplicar, no seu formato final, não sejam tão expansionistas como previsto agora, já que poderão envolver cortes simétricos de despesas noutras áreas, ou a implementação de um aumento de gastos mais modesto. Outro obstáculo prende-se com a actual folga existente na economia americana. Um estímulo orçamental funciona bem no curto-prazo, na condição de que existam recursos subutilizados na economia, essencialmente na forma de mão-de-obra inutilizada. Olhando para o estado do mercado de trabalho, é pouco provável que exista uma folga desmesurada. Mais ainda, a existir, pode dar-se o caso de que esta seja agora fruto de um desencontro entre procura e oferta de trabalho, o que não deverá ser resolvido somente com estímulos orçamentais. Relacionado com esta questão, sabemos já que a Presidente da Reserva Federal Janet Yellen considera que o grau de folga “diminuiu”. Tendo em conta esse facto, é possível que a Reserva Federal responda a um estímulo orçamental significativo com uma política monetária mais restritiva, de modo a contrariar os efeitos inflacionários da política aplicada, podendo também anular algum do efeito no crescimento. Mais ainda, sabe-se que a previsão de 3 subidas da taxa de juro feita pelos membros do Board em Dezembro inclui um grau de incerteza significativo em relação à política orçamental, pelo que uma maior certeza poderá implicar também uma aceleração na normalização das taxas.

A dívida pública tem estado em trajectória ascendente nos últimos anos

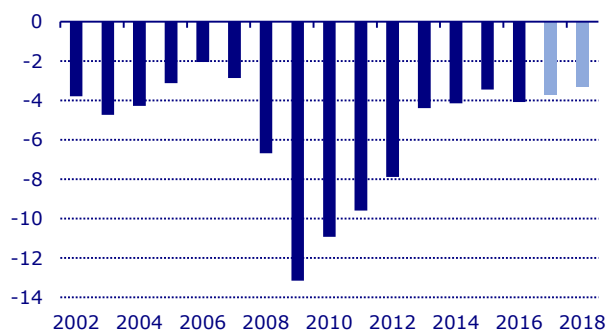
(percentagem do PIB)



Fonte: FMI

Défice continua significativo apesar da redução

(percentagem do PIB)



Fonte: FMI

Por outro lado, uma administração Trump, que até agora está a ser preenchida com outros empresários, deverá ser bastante favorável à iniciativa privada, o que em conjunto com uma reforma fiscal amigável da repatriação de capitais poderá significar um aumento do investimento nos EUA. Uma reforma fiscal amigável das empresas poderá ser das matérias onde mais facilmente se podem gerar acordos entre o Governo de Trump e as maiorias Republicanas no Senado e na Câmara dos Representantes. Assim, há uma significativa probabilidade de haver um regime fiscal mais favorável para o

EUA – 2017 SERÁ UM ANO DE MAIOR CRESCIMENTO (cont.)

investimento nos Estados Unidos. Se combinarmos isto com o que já foi visto de potenciais incentivos individuais a empresas para que estas não levem a produção para fora do país e uma mais que provável disposição de muitos dos governantes de Trump em simplificar e facilitar o ambiente regulatório, poderemos ver um maior nível de investimento empresarial nos Estados Unidos.

Neste contexto é indispensável entender o papel das expectativas, entre consumidores e investidores, e ambos parecem esperar um cenário em que as políticas de Trump trazem mais crescimento. Depois da eleição, os indicadores de sentimento e de confiança nos Estados Unidos registaram subidas, além de se ter observado uma reacção bastante positiva nos mercados cambial e accionista. A título de exemplo, a confiança dos consumidores registou em Dezembro uma segunda subida expressiva consecutiva, elevando o indicador para o nível mais elevado dos últimos 15 anos. Este movimento dos *animal spirits* poderá ele mesmo gerar em 2017 uma retoma mais acentuada, se suportado por continuadas indicações de uma política expansionista. Ainda assim, este efeito poderá doutra maneira levar a um desapontamento das expectativas num primeiro momento, com o efeito desfasado da implementação e efeitos das políticas de Trump.

Finalmente, há que considerar que uma tomada de posição mais dura face aos parceiros internacionais em termos de comércio poderá ter consequências negativas caso haja retaliações. Sendo ainda bastante duvidosos os moldes em que se regerá a política americana de comércio internacional, há uma hipótese de haver um aumento no protecçãoismo, poderá levar a perdas no comércio internacional caso os parceiros comerciais respondam em igual moeda. É de notar que esta hipótese é igualmente inflacionária.

□ PREVISÕES PARA 2017

Assim, continua ainda a ser difícil prever a direcção da política americana. Mesmo tomando como indicador as nomeações para cargos no Governo, encontramos como responsável pelo Orçamento o fiscal *hawk* (defensor de um orçamento equilibrado) Mick Mulvaney, algo difícil de compatibilizar com os planos de Trump. E enquanto o Presidente-eleito prometeu uma política mais proteccionista, rodeou-se de outros empresários que fizeram fortuna com a globalização e não partilharão provavelmente dessa estratégia.

No entanto, já sabemos que haverá um provável alívio fiscal, alguma forma de estímulo orçamental por via de gastos em infraestruturas, e uma abordagem mais favorável às empresas. Num cenário base, conjugando isto com as altas expectativas dos consumidores e investidores (que já vinham em crescendo antes da eleição), será de esperar uma primeira metade de 2017 com um crescimento mais robusto do que em 2016. Para o resto do ano, dependerá de como forem atendidas as expectativas do mercado, que tão rapidamente poderão ser frustradas no caso de se confirmarem os receios de que uma presidência Trump degenerará numa navegação à vista e com forte probabilidade para disrupções em política interna e, em especial, externa.

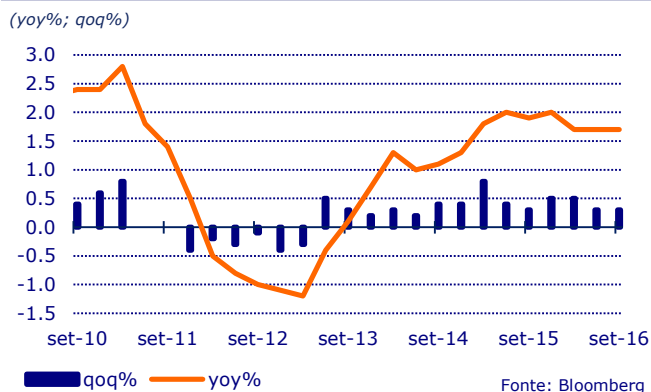
Em consonância com isto, a maioria das casas de *research* não prevê que sejam atingidos os níveis de crescimento prometidos por Trump, de cerca de 4%. Antes, a mediana das previsões na Bloomberg aponta para 2.2% de crescimento em 2017 e 2.3% em 2018, o que, constituindo uma aceleração face à expansão abaixo de 2% este ano, não representa uma evolução fenomenal pelo padrão económico americano. A nossa própria previsão é que os Estados Unidos cresçam a um ritmo de 2.5%.

Por outro lado, o mercado de trabalho deverá continuar bastante robusto, suportando o crescimento gradual da inflação, que poderá superar os 2% já no primeiro semestre de 2017. Esperamos uma variação média anual dos preços na ordem dos 2.5% mas a taxa de inflação homóloga poderá aproximar-se dos 3% nos primeiros meses de 2017, reflectindo maioritariamente o aumento dos preços dos combustíveis.

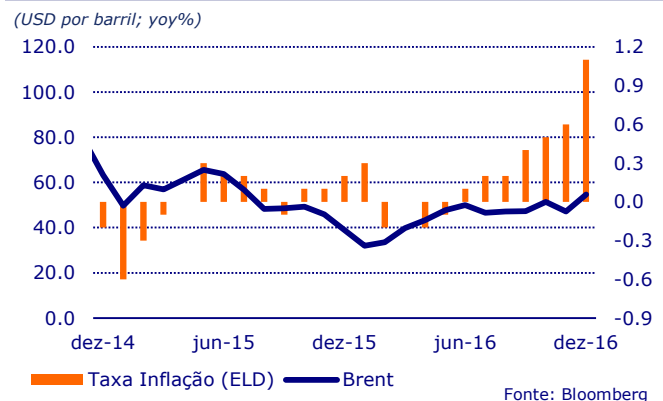
ZONA EURO - FACTORES POLÍTICOS E BCE CONDICIONAM O CENÁRIO DE 2017

- **A recuperação da actividade económica na Zona Euro tem sido feita a um ritmo mais lento do que seria expectável, considerando os factores de suporte.** Ao longo de 2016, a economia da região beneficiou de um conjunto de factores de impulso, nomeadamente os baixos preços do petróleo, os efeitos tardios da depreciação do euro, a política monetária acomodatória e uma política fiscal mais benéfica do crescimento (em linha com as despesas adicionais relacionadas com os refugiados). O consumo privado foi o grande favorecido com estes factores, revelando-se o principal motor da recuperação económica.
- **Estes factores contribuíram para que a região do euro registasse uma taxa de crescimento anual média de 1.7% nos primeiros três trimestres do ano, o que compara desfavoravelmente com uma taxa média de 1.9% em igual período de 2015.** Em causa estiveram o acentuar das tensões geopolíticas e incerteza política, desaceleração económica noutros países, nomeadamente nas economias emergentes, e fraco crescimento do comércio internacional. Ao mesmo tempo, é notória a prevalência dos legados da crise que se fazem sentir em alguns Estados-Membros. Neste ponto incluem-se o peso relevante do crédito malparado, níveis de desemprego significativos, o elevado endividamento das famílias e empresas, os processos de desalavancagem e o ajustamento dos balanços, particularmente no sector bancário, com impacto numa menor eficiência do canal de transmissão da política monetária.
- **Na segunda metade do ano, a taxa de inflação iniciou uma tendência de recuperação, em linha com os preços da energia, aproximando-se mais claramente do objectivo de 2% definido pelo Banco Central Europeu no final do ano.** Assim, a taxa de inflação anual média fixou-se em 0.24% em 2016, o que compara com 0.01% em 2015. O aumento dos preços do petróleo foi a principal origem da recuperação dos preços, influenciando, principalmente, os preços dos combustíveis líquidos (combustíveis para automóveis e para aquecimento). Ainda que a recuperação dos preços do petróleo nos mercados tenha efeitos também na componente *core* da inflação (por via dos custos de transporte e outros efeitos de segunda ordem), esta, em termos médios anuais, aumentou apenas em 0.1 pontos percentuais face ao ano anterior, registando uma média de 0.9% para a totalidade do ano.

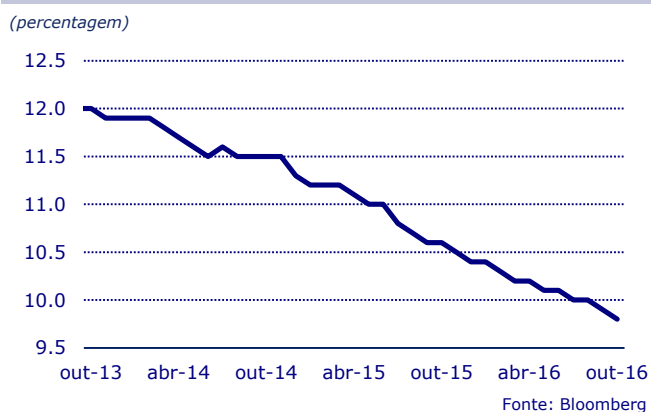
Actividade económica na área do euro recuperou de forma moderada



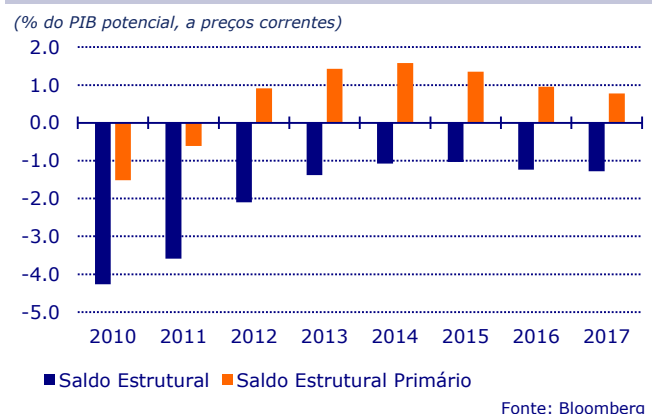
Taxa de inflação recuperou na segunda metade de 2016, em linha com os preços da energia



Taxa de desemprego diminuiu em 2016



Saldo Orçamental Estrutural e Saldo Orçamental Estrutural Primário



ECONOMIAS

ZONA EURO - FACTORES POLÍTICOS E BCE CONDICIONAM O CENÁRIO DE 2017 (cont.)

□ Perspectivas para 2017

O ritmo de expansão da actividade económica na área do euro deverá manter-se modesto. Os factores que suportaram a actividade económica em 2016 devem esbater-se ao longo deste ano, nomeadamente os preços do petróleo. Ao mesmo tempo, é esperado que o impulso dado pela política fiscal não seja tão acentuado como aconteceu em 2016, por via do menor fluxo de refugiados esperado e, consequentemente, menores despesas relacionadas. A Comissão Europeia espera um impulso na ordem de 0.2p.p. do PIB depois de 0.4 em 2016. Adicionalmente, os legados da crise deverão continuar a sentir-se, agravados pelo débil crescimento económico internacional e efeitos decorrentes de um ambiente de incerteza política, nomeadamente em relação ao início das negociações do Reino Unido para a sua saída da União Europeia e o calendário eleitoral (ver artigo relativo aos riscos políticos inserido nesta publicação).

Os vários organismos internacionais (incluindo FMI e Comissão Europeia) prevêem um cenário de desaceleração do crescimento económico em 2017, reflectindo as menores perspectivas para a procura doméstica (consumo privado, público e investimento). O aumento dos preços do petróleo deverá contribuir para uma recuperação da taxa de inflação e, ao mesmo tempo, afectar negativamente o rendimento disponível das famílias. Ao mesmo tempo, ainda que se espere um cenário de melhoria do mercado de trabalho, é esperado que o nível de desemprego permaneça elevado e que o crescimento modesto dos salários possa conter o consumo privado. A par disto, o menor fluxo de refugiados deverá contribuir para uma desaceleração da dinâmica do consumo dos Governos, ainda que não seja expectável que a política fiscal volte a assumir um carácter restritivo nos próximos anos. O investimento, por seu lado, deverá ser afectado por uma procura moderada, fragilidades do sector bancário e incertezas à volta da integração europeia. A nossa previsão aponta para um ligeiro abrandamento da actividade económica para 1.6% enquanto a inflação deverá aumentar para valores em torno dos 1.3%.

Perspectivas para 2017

		CE			FMI			OCDE		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Taxa de crescimento real do PIB	%	1.7	1.5	1.7	1.7	1.5	1.6	1.7	1.6	1.7
Saldo Orçamental	% PIB	-1.8	-1.5	-1.5	-2.0	-1.7	-1.4	-1.8	-1.5	-1.3
Dívida Pública Bruta	% PIB	91.6	90.6	89.4	91.7	91.0	89.8	92.2	91.4	90.2
Balança Corrente	% PIB	3.7	3.5	3.3	3.4	3.1	2.9	4.1	4.0	4.0
Taxa de Desemprego	%	10.1	9.7	9.2	10.0	9.7	9.3	10.0	9.5	9.1
IHPC (média do período)	%	0.3	1.4	1.4	0.3	1.1	1.3	0.2	1.2	1.4

Fonte: Comissão Europeia (Previsões de Outono 2016), FMI (WEO Outubro 2016) e OCDE (Economic Outlook Novembro 2016).

□ Riscos

Os riscos para o ambiente económico e financeiro na Zona Euro permanecem enviesados no sentido negativo. A forma como a saída do Reino Unido da União Europeia se vai processar e os acordos daí resultantes, o calendário eleitoral e um ambiente político que se avizinha volátil serão factores de incerteza; a par disto, a turbulência financeira daqui resultante pode também ser adversa ao panorama económico, afectando as exportações da Zona Euro e o investimento. O processo de ajustamento do modelo de crescimento económico chinês é ainda apontado, a par dos conflitos geopolíticos. Outro factor de risco poderá ser o sector bancário (principalmente o italiano) e a sua (in) capacidade em financiar o investimento produtivo. Por fim, o processo de retirada dos estímulos do BCE pode reacender a pressão nos mercados de dívida pública e com potencial impacto noutros mercados.

PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS

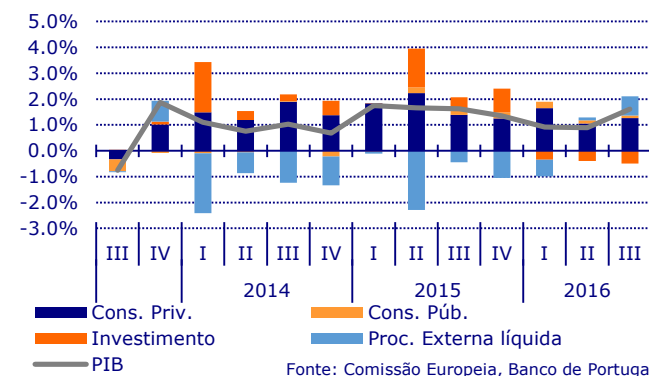
□ As perspectivas para a economia portuguesa são moderadamente positivas, antevendo-se gradual fortalecimento do crescimento, aumento ligeiro da inflação, redução do desemprego e progressão da desalavancagem no sector privado. A estabilização económica de parceiros externos de relevo (Angola e Brasil), e a persistência de um ambiente global financeiro de suporte ao crescimento são os principais alicerces deste enquadramento. Todavia, a pressão que se tem feito sentir sob o prémio de dívida soberana na viragem do ano evidencia a persistência de vulnerabilidades que afectam desfavoravelmente a avaliação externa, com possíveis consequências negativas para a actividade económica independentemente dos cenários globais que se desenhem ao longo de 2017. Caso se intensifique esta pressão, o cenário central – aceleração do crescimento para 1.5% (previsão BPI) – agravar-se-ia. Para além do efeito derivado da especulação acrescida sob a agenda de *tapering* do BCE (derivada de expectativas de um contexto global mais positivo) e consequente aumento dos custos de financiamento, Portugal defrontará outros desafios em 2017. Nomeadamente o calendário europeu político intenso, que poderá ter implicações na apetência pelo risco, penalizando activos considerados mais vulneráveis; o previsível aumento dos preços do petróleo, cuja factura de importações se reflectiu em poupanças significativas desde meados de 2014; ou o previsível fim do ciclo de taxas de juro anormalmente baixas, indiciado pelo aumento significativo das *yields* norte-americanas desde meados de 2016.

□ **2016 – Economia abrandou em relação a 2015, em particular no primeiro semestre.** Na primeira metade de 2016, a dinâmica económica prosseguiu o caminho de desaceleração iniciado no último trimestre de 2015, crescendo 0.9% yoy, sendo particularmente afectada por uma evolução bastante negativa do investimento e por alguma fragilidade nas exportações (significativamente afectadas por factores temporários). Ainda assim, o crescimento anual deverá ficar em cerca de 1.3% (1.6% em 2015), o que constituindo um ritmo mais lento, contraria as expectativas que chegaram a apontar para a possibilidade de uma expansão abaixo dos 1%. Em particular, devido ao desvanecimento de alguns factores temporários negativos, o comércio internacional registou uma melhoria acentuada na segunda metade do ano.

□ **Comércio internacional desaponta:** o ano de 2016 ficou afectado por uma evolução fraca do comércio internacional, em particular devido a factores extraordinários. Por um lado, a continuada evolução precária da situação económica em Angola afecta largamente as exportações portuguesas. As exportações de bens para o país lusófono diminuíram 41.9% em termos homólogos, entre Janeiro e Outubro, sendo que o ano anterior tinha já testemunhado uma quebra na ordem dos 30%. Além disso, embora não se possa aferir com toda a certeza (não há dados sobre o destino das exportações de serviços), é muito provável que as exportações de serviços (em consultoria, etc) estejam também a sofrer, já que no mesmo período as exportações de serviços excluindo o turismo estão a descer 4.4%. Além disso, também as exportações de combustíveis se ressentiram de uma paragem temporária numa refinaria no início do ano, facto que está a fazer esta rubrica diminuir 29.1% até Outubro. Em sentido contrário, o robusto desempenho do sector turístico continua a surpreender, mostrando um crescimento nas exportações de serviços de viagens e turismo de 9.2%. É de notar que esta componente representa já 15.2% de todas as exportações (bens e serviços), sendo este o quarto ano de crescimento relativo consecutivo. Assim, até Outubro, em termos globais as exportações de bens e serviços estão a decrescer 0.4%, embora menos do que na primeira metade do ano (-1.1%). Esta evolução negativa traduziu-se, ainda assim, num aumento de 3.5% das exportações a preços constantes nos primeiros 3 trimestres, com o desempenho a preços correntes seguramente ainda bastante influenciado pela quebra nos preços dos combustíveis.

PIB e componentes

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



Principais destinos de exportações portuguesas até Outubro

	2015	Peso	2016	Peso	tvh	contributo
10 ⁶ euros						
Intra EU	30,428	72.7%	31,531	75.9%	3.6%	2.6%
Espanha	10,469	25.0%	10,971	26.4%	4.8%	1.2%
Alemanha	5,028	12.0%	4,922	11.8%	-2.1%	-0.3%
França	5,031	12.0%	5,281	12.7%	5.0%	0.6%
Reino Unido	2,791	6.7%	2,959	7.1%	6.0%	0.4%
Holanda	1,651	3.9%	1,550	3.7%	-6.1%	-0.2%
Itália	1,295	3.1%	1,398	3.4%	7.9%	0.2%
Bélgica+Luxemburgo	1,023	2.4%	1,112	2.7%	8.6%	0.2%
Outros Intra EU	3,140	7.5%	3,337	8.0%	6.3%	0.5%
Extra EU	11,430	27.3%	10,012	24.1%	-12.4%	-3.4%
EUA	2,176	5.2%	2,034	4.9%	-6.5%	-0.3%
Angola	1,783	4.3%	1,133	2.7%	-36.4%	-1.6%
Marrocos	570	1.4%	568	1.4%	-0.4%	0.0%
China	712	1.7%	541	1.3%	-24.1%	-0.4%
Suíça	388	0.9%	448	1.1%	15.3%	0.1%
Brasil	476	1.1%	447	1.1%	-6.1%	-0.1%
Argélia	465	1.1%	384	0.9%	-17.4%	-0.2%
Turquia	279	0.7%	335	0.8%	20.1%	0.1%
Canadá	317	0.8%	242	0.6%	-23.5%	-0.2%
Cabo Verde	179	0.4%	218	0.5%	21.9%	0.1%
Moçambique	297	0.7%	180	0.4%	-39.5%	-0.3%
Outros Extra EU	3,788	9.0%	3,483	8.4%	-8.0%	-0.7%
Total	41,858		41,543		-0.8%	
Excluindo Angola	40,076		40,410		0.8%	

Fontes: INE, cálc. BPI.

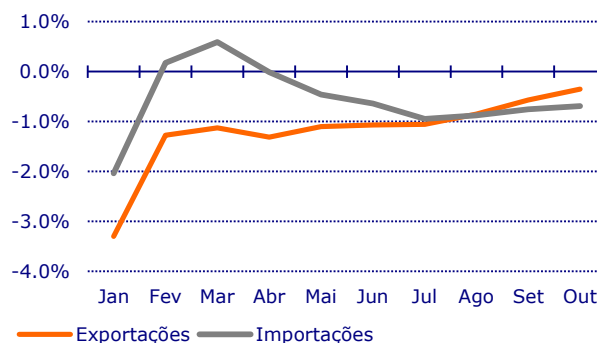
ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS (cont.)

O comércio internacional deverá ter um contributo positivo, embora pouco significativo, para o crescimento em 2016: de maneira semelhante à análise em preços correntes, os dados do PIB mostram que, enquanto na primeira metade do ano o crescimento homólogo das exportações (2.6%) foi inferior aos das importações (3.0%), entre Julho e Setembro as exportações superaram o aumento das importações (5.4% vs 3.5%), prevendo-se uma dinâmica semelhante no final de 2016.

Comércio internacional com melhoria acentuada no 3º trimestre

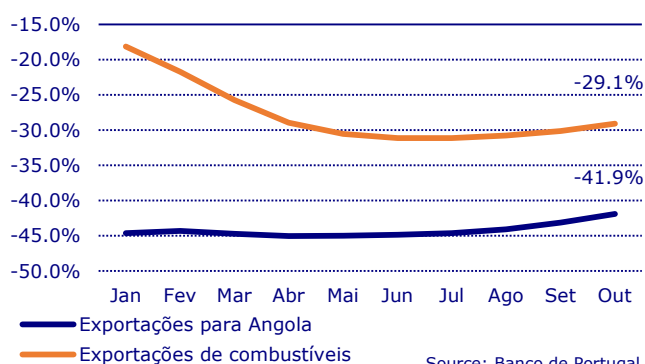
(taxa de variação homóloga acumulada)



Fonte: Banco de Portugal

Factores negativos para as exportações de bens

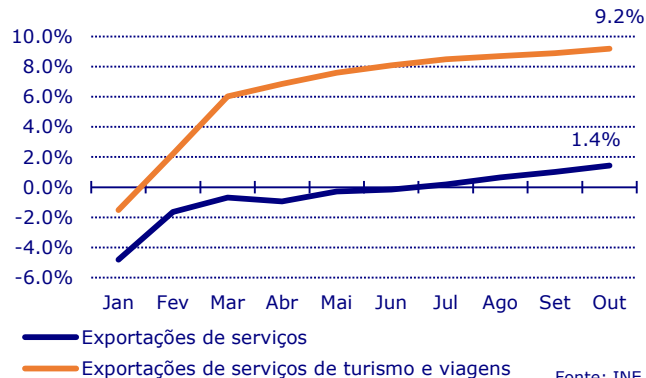
(taxa de variação homóloga acumulada)



Source: Banco de Portugal

Exportações de serviços

(variação homóloga acumulada)

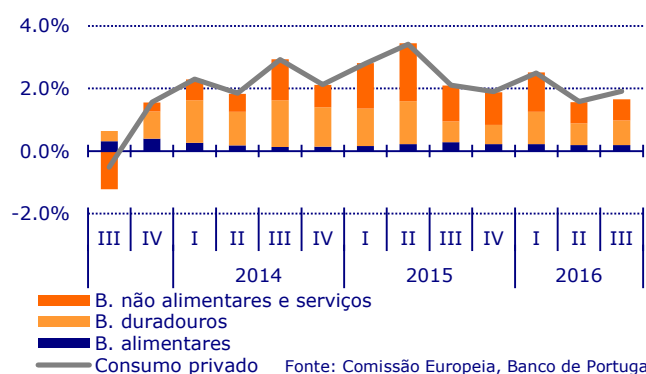


Fonte: INE

□ **Consumo continua a crescer, embora menos..** O consumo privado seguiu em crescimento em 2016, mas a um nível mais lento do que em 2015. O aumento do consumo durante o ano deverá ter rondado os 2.0%, algo abaixo dos 2.6% verificados no ano anterior. O primeiro trimestre registou um crescimento mais acentuado (2.5%), em antecipação aos vários aumentos de impostos indirectos a entrar em vigor com o Orçamento de Estado, em Abril, com os dois trimestres seguintes a registarem aumentos homólogos abaixo dos 2%. É de relevar que será difícil observar um comportamento bastante mais sólido do consumo privado devido ao processo de desalavancagem em que se encontram as famílias portuguesas, e pelo qual segue em descida gradual o seu endividamento: entre o 3º trimestre de 2015 e o mesmo período de 2016, a dívida das famílias em percentagem do PIB diminuiu 3.4 pontos percentuais para 78.4%, tendo vindo a decrescer progressivamente desde o último pico de 93.9 % do PIB no final de 2012. Em corolário, a capacidade de poupança das famílias é bastante diminuta, tendo registado valores mínimos (abaixo de 4%) durante 2016.

Consumo privado e componentes

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



Fonte: Comissão Europeia, Banco de Portugal

PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS (cont.)

□ **Investimento foi o factor mais negativo em 2016:** O investimento interrompeu no ano passado uma tendência de recuperação gradual, mas constante, iniciada no final de 2013. A formação bruta de capital fixo registou decréscimos homólogos sucessivamente menores nos 3 primeiros trimestres (-2.7%, -2.4%, -1.5%). Para isto contribuíram os factores de incerteza externos (volatilidade financeira no início do ano, incerteza política), mas também alguma incerteza interna (insegurança quanto à viabilidade da solução política, em particular no início do ano, junto com a continuação dos problemas na banca portuguesa), que seguramente afastaram os investidores. Além disso, registou-se também uma descida do investimento público para níveis historicamente baixos: até Setembro houve uma quebra de 27.6% na formação bruta de capital fixo por parte das administrações públicas.

□ **2017 – Este ano deverá ser marcado por uma nova aceleração do crescimento da economia.** O PIB deverá avançar cerca de 1.5%, de acordo com as nossas previsões, devendo contemplar uma recuperação do investimento, e uma contribuição positiva da procura externa líquida. O consumo privado deverá desacelerar, e o consumo público ficará praticamente inalterado. **Todavia, em termos agregados, o PIB ficará ainda cerca de 3% abaixo dos níveis anteriores à crise de dívida internacional (2008), e a procura interna será 10% inferior (segundo as nossas previsões).**

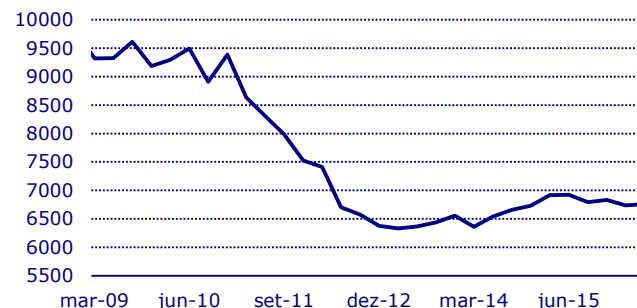
□ **A continuação da reposição de rendimentos deverá ainda suportar o aumento do consumo.** Várias medidas parcialmente aplicadas em 2016 terão efeitos mais alargados em 2017 (redução do IVA na restauração, aumento do salário dos funcionários públicos), enquanto outras serão aplicadas já em 2017, implicando mais alguma recuperação de rendimentos. Ao mesmo tempo, é previsível que haja ainda uma adicional recuperação de emprego, a ter também efeitos no consumo. No entanto, os factores já mencionados da baixa taxa de poupança e do caminho de desendividamento das famílias fazem com que o consumo observe uma tendência de crescimento menos acentuado, abaixo dos 2%.

□ **O investimento deverá retomar, embora deva crescer pouco significativamente.** De facto, os factores de incerteza internos e externos que se manifestaram desvaneceram-se, em particular a incerteza política relacionada com a viabilidade da solução governativa encontrada. Assim, o investimento deverá iniciar um caminho de recuperação, provavelmente auxiliado também por algum investimento público (embora este possa ser de novo adiado por necessidades de consolidação orçamental). É de notar que a principal componente do investimento, em máquinas e equipamentos, registou já uma subida homóloga de 3.1% no 3T de 2016, depois de três trimestres consecutivos de quebras homólogas. Porém, existem ainda alguns riscos que podem prejudicar esta recuperação, nomeadamente relacionados com um cenário de tapering da política monetária do BCE, que inevitavelmente aumentará a percepção do risco na economia portuguesa, desincentivando o investimento.

□ A perspectiva de aumento da procura externa, alicerçada na expectativa de reforço do crescimento económico mundial e, em particular, estabilização da situação económica em mercados emergentes relevantes (sobretudo Angola e possivelmente, Brasil), suportam a expectativa de que em 2017 as exportações de bens e serviços tenham de novo um bom desempenho. Adicionalmente, o agregado beneficiará de efeitos de base favoráveis no que diz respeito à exportação de combustíveis refinados,

Investimento - preços constantes

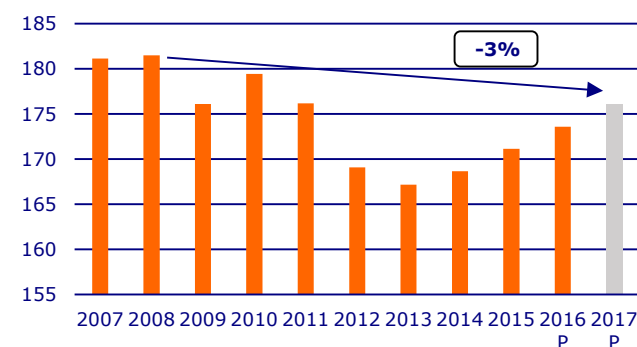
(milhões euros)



Fonte: INE

Produto Interno Bruto, em volume, base 2011

(mil milhões de euros)



Fonte: INE; previsões BPI

Portugal - Previsões BPI

	2016	2017	2018
Consumo privado	2.0	1.4	1.4
Consumo público	0.5	0.1	0.5
Formação Bruta de Capital	-2.7	0.8	3.3
Exportações	4.0	3.5	2.5
Importações	3.1	2.3	2.5
PIB	1.3	1.5	1.5
Défice Orçamental (PDE)	2.7	2.5	2.5
Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias	2.5	2.5	2.5
Taxa de inflação média	0.6	1.2	1.5
Taxa média de desemprego	11.4	11.0	10.7

ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS (cont.)

que em 2016 sofreram uma queda por motivos operacionais. Todavia, este cenário surge algo ensombrado pelas dúvidas dos impactos causados pelos avanços esperados no processo de desvinculação do Reino Unido da UE, e pelos eventuais efeitos no comércio internacional de medidas proteccionistas implementadas pela nova Administração norte-americana. Neste contexto, o nosso cenário é cauteloso, admitindo a possibilidade de uma ligeira desaceleração do crescimento das exportações (em volume), para os 3.5%, mantendo-se ainda assim em níveis confortáveis.

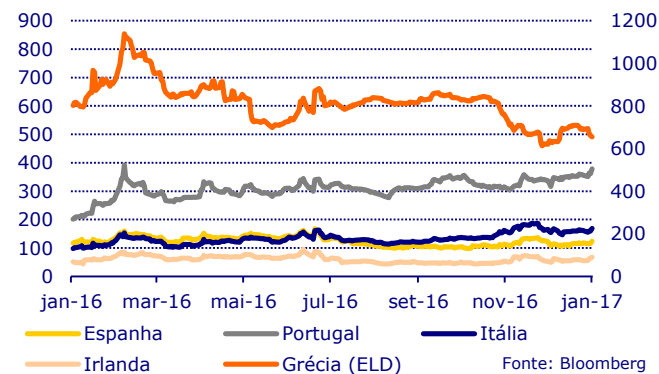
□ **Como já referimos, o maior risco negativo prende-se com uma eventual redução mais acelerada dos estímulos do BCE ou aumento da especulação neste sentido.** De facto, o suporte do BCE no seu programa de compra de dívida tem permitido manter o nível dos juros mais abaixo do que seria de esperar na sua ausência, o que sustenta, em parte, o equilíbrio das contas públicas e está na base da redução dos custos de financiamento para empresas e famílias. Um cenário em que este suporte se reduzisse ou deixasse de existir, poderia implicar a necessidade de mais ajustamentos orçamentais, aumentaria os custos de financiamento para famílias e empresas e traria uma eventual quebra de confiança no futuro da economia portuguesa, o que por sua vez levaria a uma maior desconfiança quanto às perspectivas no investimento. A probabilidade deste cenário reforçou-se recentemente, com o aumento da inflação na Zona Euro, que chegou aos 1.1% yoy em Dezembro, a que se aliam os sinais de maior robustez do crescimento na UEM.

□ **Mercado de Trabalho:** Depois de um período entre Junho de 2015 e Março de 2016 em que a taxa de desemprego aumentou de 11.9% para 12.4%, o 2º e 3º trimestres de 2016 mostraram uma continuação da tendência de melhoria, com a taxa a descer para 10.5% entre Julho e Setembro, o valor mais baixo desde o final de 2009. O 3º trimestre de 2016 viu uma melhoria homóloga de 86.2 mil pessoas empregadas, fundamentalmente no sector dos serviços (+73.6 mil). A indústria viu aumentar o número de empregos em 13.4 mil no mesmo período, um aumento relativamente pouco significativo. O aumento homólogo de emprego foi de 1.1% em média, em linha com o crescimento económico. Por outro lado, a agricultura registou um nível de emprego quase semelhante ao período homólogo (-0.9 mil), o que é bastante relevante, já que o sector primário observou decréscimos homólogos sempre superiores a 20 mil empregos desde o primeiro trimestre de 2013. Ao mesmo tempo, o número de desempregados diminuiu em 69.3 mil: em particular, é de notar que os desempregados de longa duração continuaram a decrescer de maneira robusta (11º trimestre consecutivo de redução homóloga), com uma diminuição conjunta dos desencorajados (10º trimestre consecutivo de redução). A taxa de desemprego deverá ter rondado os 11.4% em 2016, alinhada com as previsões do Governo. É de esperar que em 2017 continue o aumento do emprego e diminuição do desemprego, embora não se antecipe uma aceleração significativa na criação de emprego, já que, apesar da diminuição, os desempregados de longa duração representam ainda 2/3 de todos os desempregados (a faixa entre 1-2 anos tem vindo a diminuir, mas os desempregados há mais de 2 anos são uma proporção cada vez maior dos desempregados: 48.9% no 3T de 2016).

□ **Inflação:** O ano de 2016 registou praticamente uma manutenção da inflação, já que a inflação média deverá terminar o ano em 0.6%, apenas ligeiramente acima dos 0.5% registados em 2015. Porém, o já antevisto aumento dos preços do petróleo

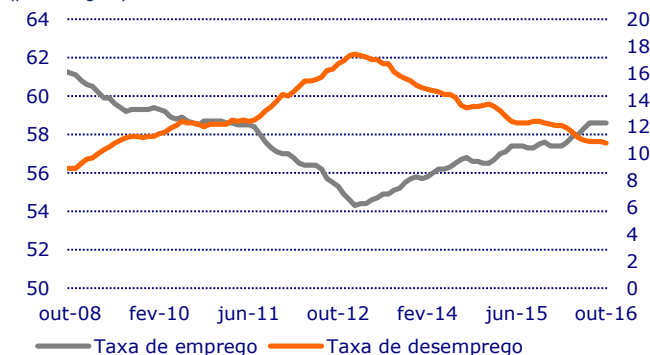
Spreads dos juros da dívida

(pontos base)



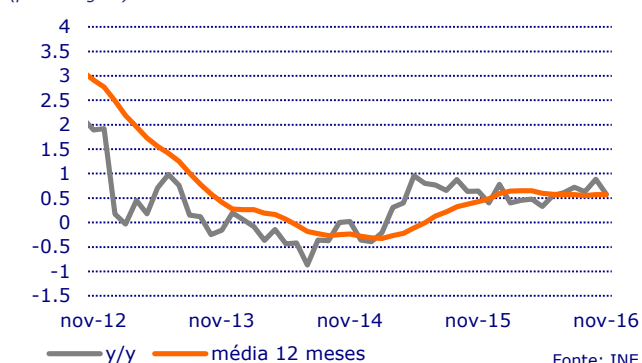
Mercado de trabalho surpreende pela persistente evolução positiva

(percentagem)



A inflação continua em recuperação gradual

(percentagem)

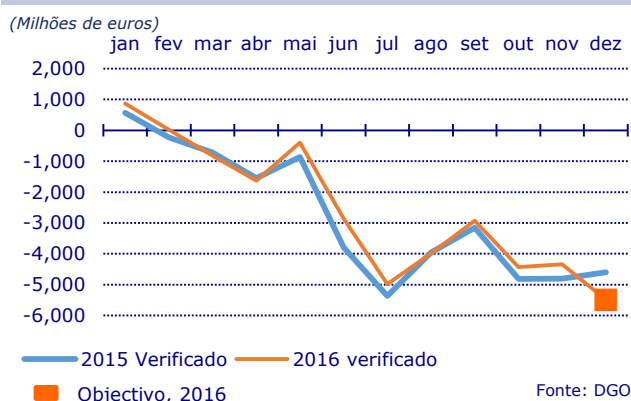


PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS (cont.)

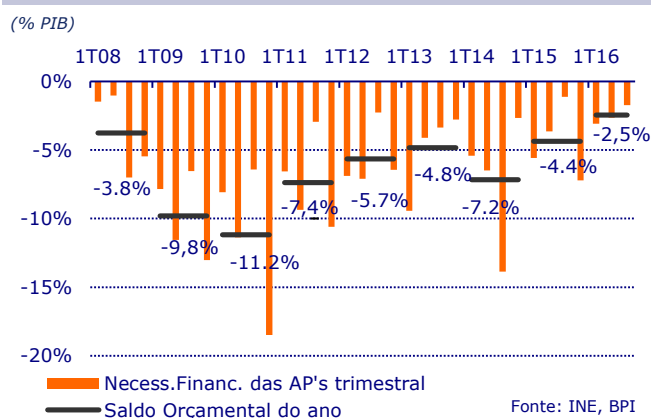
deverá levar a uma aceleração da inflação em Portugal. No entanto, esta não deverá ainda aproximar-se dos 2%, ficando em cerca de 1.2% na média de 2017.

□ **Política orçamental:** Em 2016, segundo a perspectiva da Comissão Europeia, a política orçamental em Portugal foi marcada por um ligeiro suporte ao crescimento económico: a CE estima que o saldo estrutural excluindo os juros da dívida pública, tenham-se agravado em 0.3 p.p. do PIB, contrariando a orientação de melhoria deste indicador. Ainda assim, tendo em conta a informação actualmente disponível, 2016 deverá ser o primeiro ano em que o défice público se situará abaixo da fasquia dos 3% do PIB, que marca o patamar máximo desejável no âmbito do Pacto de Estabilidade e Crescimento europeu, abrindo a possibilidade de que a CE possa vir a encerrar o Procedimento por Défices Excessivos. Todavia, este cenário ainda não é certo, dado que a sua concretização implica a avaliação da sustentabilidade do processo de consolidação, o qual tem em vista a redução dos níveis de dívida pública, e que não parece estar, por ora, assegurado.

Execução Orçamental em sede caixa: Aparentemente, em linha com o objectivo



Saldo das Administrações Públicas - Contas Nacionais (valores trimestrais)



□ **Saldo público em linha com os objectivos...mas sustentabilidade não está assegurada** - Segundo informação divulgada pelo INE, o saldo das contas da Administração Pública (AP) nos primeiros nove meses do ano situou-se em 2.5% do PIB (em sede de contabilidade nacional), comparando favoravelmente com o período homólogo (3.4%) e em linha com o patamar de referência definido pela Comissão Europeia para Portugal. Tendo em conta o comportamento típico sazonal das contas da AP nos últimos três meses do ano (excluindo efeitos *one-off*) e os valores já conhecidos na óptica de caixa (divulgados até Novembro), confirma-se que o objectivo oficial estará dentro do alcance. Um dos factores que sustenta este cenário prende-se com a obtenção de receitas extraordinárias que terão permitido acomodar (pelo menos em parte) os efeitos de factores de pressão sob a despesa que se sentiram plenamente nos últimos três meses do ano (designadamente relacionados com a total reversão desde Outubro dos cortes de salários aos funcionários públicos levada a cabo no âmbito do pedido de auxílio externo). Efectivamente, segundo o Ministério das Finanças, a arrecadação de receitas extraordinárias no âmbito da operação de regularização de dívidas fiscais terá rendido aos cofres do Estado cerca de 511 milhões de euros (respeitantes a 2016), equivalentes a 0.3 p.p. do PIB, folga confortável para acomodar eventuais deslizes ou o acréscimo de pressões nas rubricas da despesa nos últimos meses do ano. Deste modo, tudo indica que excluindo algum efeito não antecipado, a fasquia dos 2.5% do PIB será possível de cumprir.

□ **Redução do investimento público na base da redução do défice:** Nos primeiros nove meses do ano, o défice público encolheu 25%, cerca de 1.1 mil milhões de euros (MME), tendo para tal contribuído decisivamente a redução da despesa com investimento – menos 1.2 MME; entretanto verificou-se que o aumento da receita fiscal (incluindo contribuições) ascendeu a cerca de 900 ME os quais foram canalizados para responder ao acréscimo de despesa com pessoal (418 ME), consumo intermédio (327ME) e prestações sociais (245 ME, na maior parte pensões de reforma).

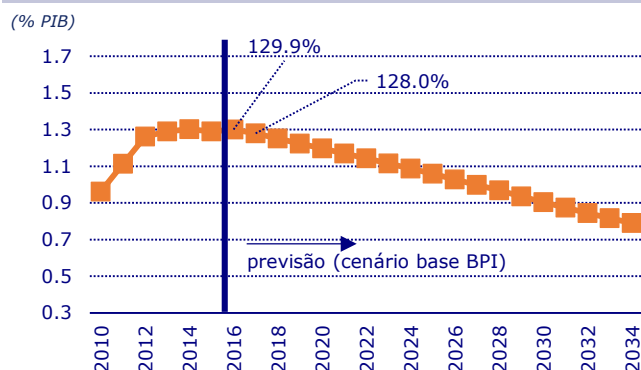
□ Acresce ainda referir que o eventual cumprimento do saldo orçamental objectivo em 2016, se ocorrer, empurrará para 2017 o impacto decorrente de vários factores que se perspectivam pouco favoráveis. Desde já, no próximo ano far-se-ão sentir na totalidade as medidas de relaxamento fiscal adoptadas de forma faseada ao longo de 2016, representando pressão sob o défice, designadamente medidas de aumento de despesa (como a reversão dos cortes de salários aos funcionários públicos e extinção da CES) ou redução da receita (redução da taxa de IVA na restauração). Este efeito deverá ser potencialmente compensado pelo aumento da receita devido à aceleração esperada da actividade económica e ao aumento da carga fiscal sob alguns sectores (combustíveis, por exemplo). Todavia, outros factores de incerteza ensombram as contas públicas em 2017, justificando o cepticismo plasmado no elevado prémio da dívida soberana. Entre outros destacam-se a necessidade de levar a cabo a operação de recapitalização da CGD, que envolverá também a captação de fundos do sector privado; e os potenciais efeitos adversos sob as contas do Estado decorrentes do processo de venda do Novo Banco, que parecem inevitáveis independentemente da solução encontrada.

ECONOMIAS

PORTUGAL - RISCOS AUMENTAM...MESMO EM CENÁRIOS GLOBAIS MAIS POSITIVOS (cont.)

□ **Dívida Pública** – No final de 2016, o rácio de dívida pública segundo o critério de Maastricht, aquele que é habitualmente escrutinado pelo mercado (e considerado no âmbito das regras europeias) deverá situar-se próximo dos valores do ano transacto, em torno de 129% do PIB, sendo mesmo possível que se assista a uma ligeira descida (embora esse não seja o nosso cenário central). A concretizar-se, esse seria um sinal importante no âmbito da avaliação do risco Portugal nos mercados financeiros internacionais e perante as agências de *rating*. Em parte, uma eventual melhoria será acompanhada pela ligeira descida dos depósitos da Administração Central (a definição de Maastricht é bruta de activos, concretamente depósitos da AC), que entre Setembro e Novembro desceram cerca de 3 mil milhões de euros (MME), segundo dados do Banco de Portugal, ainda que não devam alcançar os mínimos registados no final de 2015, 13 MME dada a situação de alguma pressão sob o prémio de risco e necessidade de manutenção de uma almofada financeira confortável. Em 2017, admitindo o cenário base, que já contempla algum agravamento do prémio de risco (e consequente necessidade de efectuar refinanciamentos a custos mais elevados) e a operação de recapitalização da CGD, ainda assim deverá ser possível que o rácio desça ligeiramente, para valores em torno de 128% do PIB.

Saldo das Administrações Públicas - Contas Nacionais (valores trimestrais)



Fonte: Ministério das Finanças, cenário BPI

Receitas e Despesas das Administrações Públicas (valores acumulados no ano) - contabilidade nacional

Unidade: 10⁶ Euros

	Jan-Set 2015	Jan-Set 2016	Variação		Peso na receita/despesa	Contrib. p/var. da receita/despesa
	Milhões de euros	Milhões de euros	Milhões de euros	%		
Receitas totais	57,968.4	58,424.4	456.0	0.8%	100%	
Receita corrente	56,937.2	57,607.1	669.9	1.2%	99%	
Imp. sobre o rend. e património	14,236.3	13,534.5	-701.8	-4.9%	23%	-1.1%
Imp. sobre a prod. e importação	19,305.4	20,377.1	1,071.7	5.6%	35%	1.9%
Contribuições sociais	15,312.3	15,863.9	551.5	3.6%	27%	1.0%
Vendas	4,841.7	4,869.1	27.4	0.6%	8%	0.0%
Outras receitas correntes	3,241.4	2,962.4	-278.9	-8.6%	5%	-0.4%
Receitas de capital	1,031.2	817.3	-213.9	-20.7%	1%	-0.3%
Despesas totais	62,534.2	61,830.0	-704.1	-1.1%	100%	
Despesa corrente	58,962.1	59,426.7	464.5	0.8%	96%	0.8%
Prestações sociais	26,174.4	26,419.4	245.1	0.9%	43%	0.4%
Despesas com pessoal	15,290.1	15,708.0	417.9	2.7%	25%	0.7%
Juros	6,152.3	5,832.4	-320.0	-5.2%	9%	-0.5%
Consumo intermédido	7,303.6	7,630.0	326.5	4.5%	12%	0.6%
Subsídios	703.2	643.5	-59.7	-8.5%	1%	-0.1%
Outra despesa corrente	3,338.7	3,193.4	-145.3	-4.4%	5%	-0.2%
Despesa de capital	3,572.0	2,403.4	-1,168.7	-32.7%	4%	-1.3%
Investimento	2,644.4	1,894.5	-749.9	-28.4%	3%	-0.9%
Outra despesa de capital	927.6	508.8	-418.8	-45.1%	1%	-0.4%
Saldo total	-4,565.8	-3,405.6	1,160.2	-25.4%		

Fonte: INE, BPI calc.

Notas:

efeitos favoráveis mais significativos

efeitos desfavoráveis mais significativos

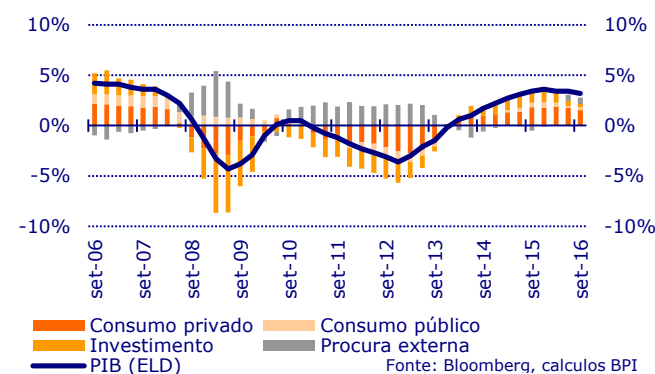
ESPAÑA – CRESCIMENTO SUSTENTADO

□ **2016:** O crescimento económico voltou a superar as previsões de início de ano, superando os 3%, continuando a beneficiar tanto de factores internos, como externos. **Entre os factores externos destaca-se a redução dos custos de financiamento associados à política de compra de activos de longo prazo por parte do BCE.** Adicionalmente, **a permanência do preço do petróleo em níveis reduzidos ao longo de todo o ano também terá favorecido a evolução contida dos custos das empresas e a expansão do consumo privado** (o qual terá também beneficiado de melhorias no mercado de trabalho). **A nível interno salienta-se o bom desempenho do sector exportador, nomeadamente no que respeita à exportação de serviços não turísticos, que até ao terceiro trimestre cresceram 7.9% em termos homólogos.** Paralelamente assistiu-se à melhoria das condições no mercado de trabalho, evidente na redução da taxa de desemprego para 18.9% e na diminuição dos pedidos de subsídio de desemprego; e à permanência da taxa de inflação em níveis reduzidíssimos, favorecendo a expansão do consumo. Estas alterações tenderão a favorecer a sustentabilidade do crescimento no médio/longo prazo.

□ **Até Setembro de 2016, o número de pessoas empregadas aumentou cerca de 2.7%, tendo este aumento sido extensível a todos os sectores de actividade, com destaque para os serviços, onde se registou um crescimento de 3%.** Neste cenário assistiu-se à queda da taxa de desemprego para 18.9% em Setembro, menos 8.1 pp face ao máximo registado em Março de 2013, antecipando-se a permanência de uma tendência positiva em 2017, mas a um ritmo talvez mais lento, em linha com a recuperação da actividade económica.

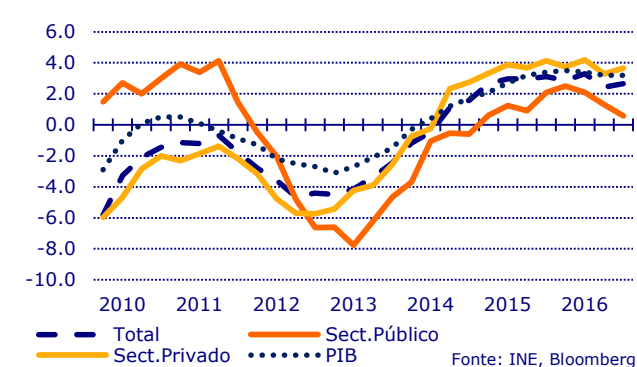
Contributos para o crescimento homólogo

(tvh, tvh)



Variação anual do emprego e PIB

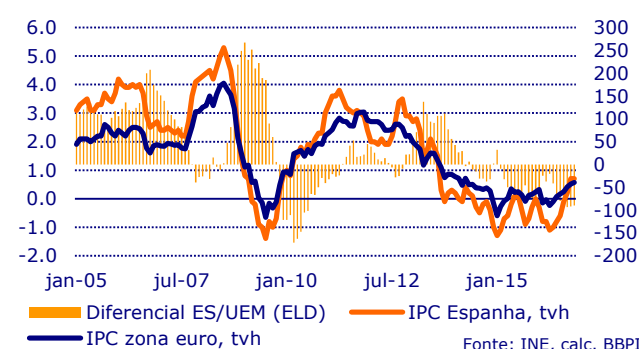
(%)



□ A taxa de inflação permaneceu em terreno negativo durante grande parte do ano, reflectindo, a queda dos preços dos bens energéticos. Em vista dos sinais de recuperação dos preços do petróleo, antecipa-se que **em 2017 se assista à aceleração gradual do ritmo de crescimento dos preços; também a perspectiva de que o euro se manterá depreciado, favorecerá a aceleração da inflação por via do preço dos bens importados.**

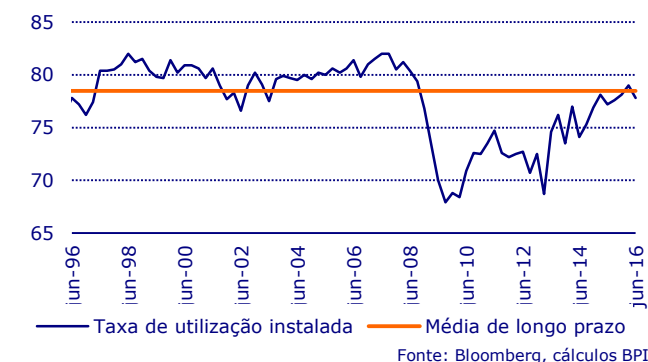
Taxa de inflação

(tvh, pb)



Taxa de utilização da capacidade instalada

(%)



□ **Em 2016, manteve-se a tendência de redução de importantes desequilíbrios internos e externos, que contribuem para a consolidação de um cenário favorável ao crescimento.** Destes refere-se a **redução dos níveis de endividamento de sector privado.** Entre as empresas o rácio de endividamento caiu para 83% do PIB em Setembro de 2016, menos 33 pp do que Junho de 2010 (máximo); e entre os particulares situava-se em 64.8% do PIB, menos 20 pp do que em Junho de 2010

ECONOMIAS**ESPAÑA – CRESCIMENTO SUSTENTADO (cont.)**

(máximo). **A balança corrente continua em terreno positivo, sendo que o respectivo saldo representava, segundo estimativas do BPI, cerca de 1.5% do PIB em Outubro de 2016**, em grande parte traduzindo o bom comportamento da balança de bens e serviços, que nos primeiros dez meses de 2016 registou um saldo equivalente a 2.4% do PIB. Por seu turno, **a Posição de Investimento Internacional Líquida tem vindo a melhorar, representando -88.7% do PIB em Setembro de 2016, cerca de menos 10 pp do que em Março de 2015** (máximo). A capacidade de financiamento da economia continua a melhorar, situando-se em 2.4% do PIB em Setembro de 2016, beneficiando do aumento da capacidade de financiamento das empresas não financeiras para 3.1% do PIB e da redução das necessidades de financiamento da administração pública para 4.8% do PIB.

□ **2017: Neste cenário as perspectivas para a economia espanhola em 2017 continuam positivas, ainda que o ritmo de crescimento deva abrandar para níveis em torno de 2.5%, na medida em que factores tais como o aumento dos preços dos bens energético afectará a evolução do rendimento disponível das famílias e dos custos das empresas, com possível impacto no consumo e no investimento. Eventual incremento do efeito Brexit nas exportações espanholas poderá também afectar o crescimento, mas este poderá ser anulado, total ou parcialmente, pela permanência de factores de risco geopolítico em países concorrentes de Espanha no turismo.** Adicionalmente, o possível aumento dos custos de financiamento, sobretudo na segunda metade do ano, caso se confirme o esperado anúncio de redução gradual do montante de compras de activos de longo prazo pelo BCE, tenderá a reflectir-se em comportamentos mais cautelosos por parte dos agentes económicos. Internamente, a política fiscal será ligeiramente menos expansionista, afectando principalmente o sector empresarial, onde foram introduzidas alterações na fiscalidade de forma a evitar sanções por parte da Comissão Europeia. As alterações fiscais incluem também alterações em impostos sobre bebidas alcoólicas e tabaco, com potencial impacto no consumo.

Previsões Macroeconómicas do BPI

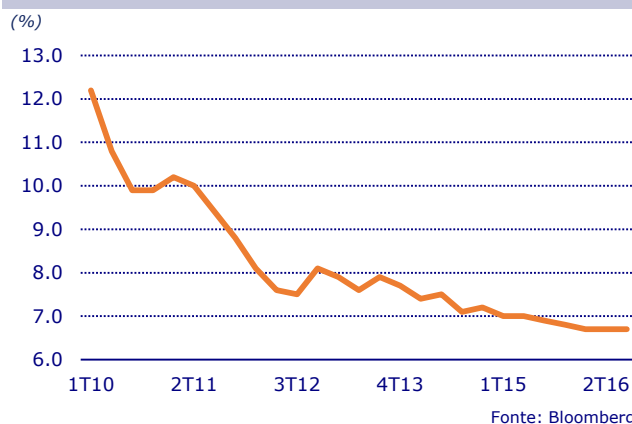
	2015	2016P	2017P	2018P
PIB	3.2	3.2	2.3	2.2
Consumo Privado	3.1	3.3	2.0	2.2
Consumo Público	2.7	1.0	1.5	0.2
Investimento	6.4	4.2	2.0	2.5
Exportações	5.4	5.8	4.5	4.5
Importações	7.5	5.5	3.5	3.5
Taxa de inflação média	-0.2	-0.3	1.0	1.5

Fonte: BPI.

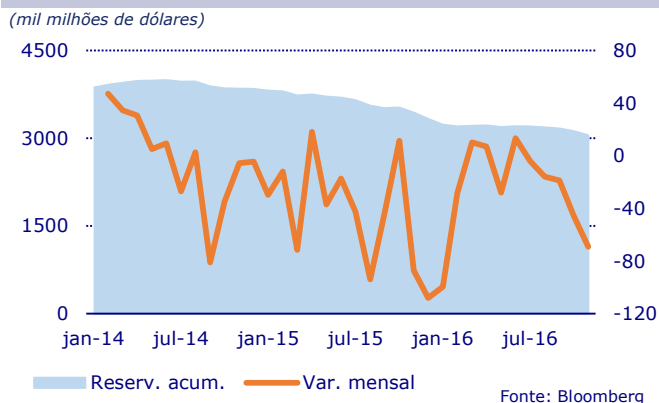
CHINA – PROSSEGUE O REAJUSTAMENTO

□ Em 2016, os dirigentes chineses tentaram através de um conjunto de medidas expansionistas (monetárias e fiscais) estabilizar o crescimento económico, confrontados com a tendência de queda, reflexo das transformações estruturais em curso. No início do ano questionava-se se o abrandamento do crescimento seria abrupto ou suave, com repercussões internas e externas importantes, tendo mesmo provocado turbulência nos mercados quando os dados inicialmente divulgados pareciam indicar quebras acentuadas. Mas o ano acabou por mostrar uma economia resiliente, que poderá ter crescido a uma taxa anual de 6.7% (o governo previa um crescimento entre 6.5% e 7.0%). É óbvio que o crescimento tem vindo a abrandar, mas também já é notório uma estabilização, com contributo tanto dos sectores tradicionais, como dos tecnologicamente mais avançados. Contudo, existem aspectos importantes que transitam de 2016 para 2017 e que não deixam de ser riscos ao crescimento: a elevada dívida total, concretamente das empresas; redução de reservas cambiais; a continuada saída de capitais externos. A conjugação destas variáveis poderá ser explosiva no futuro, embora o novo “normal” para a China possa/deva implicar cenários diferentes para estas variáveis comparativamente às tendências anteriores.

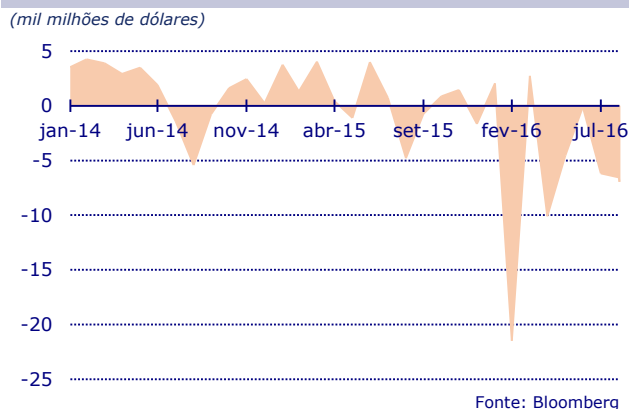
Evolução do PIB em cadeia, variação anual



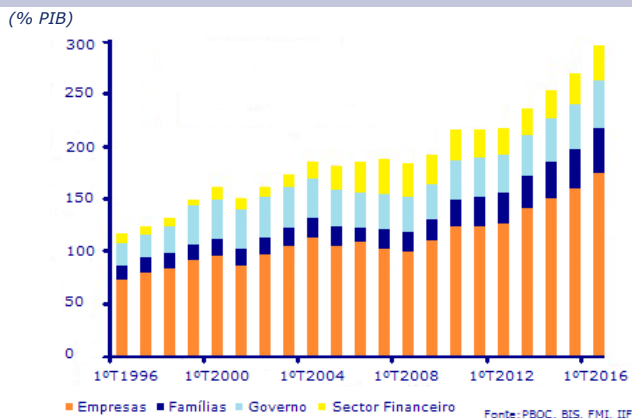
Reservas cambiais - evolução acumulada e mensal



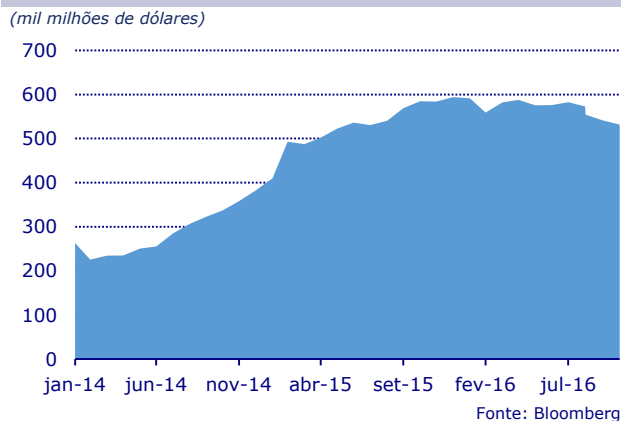
Investimento directo estrangeiro (var. mensal)



Dívida total em % do PIB



Saldo da balança comercial



□ Durante anos, o modelo de crescimento assentou, sobretudo, no comércio internacional, com os produtos incomparavelmente mais competitivos do que as restantes economias, dado o custo baixo dos factores de produção. Presentemente, com o interesse num novo modelo não baseado primordialmente no comércio, a venda ao exterior ainda é importante, mantendo-se elevado os superávites. No entanto têm vindo a diminuir, acompanhando o abrandamento do

ECONOMIAS

CHINA – PROSSEGUE O REAJUSTAMENTO (cont.)

crescimento, mas também a queda dos preços das matérias-primas e a desvalorização da moeda. A diminuição dos superávites é ainda pouco expressiva porque a diminuição das importações é muito superior à contracção das exportações (praticamente na relação de 4 para 1). Mas, por outro lado, crescer baseado na continuada criação de infra-estruturas e concretização de grandes projectos parece agora menos provável quando o nível de endividamento global encontram-se próximo dos 300% do PIB. Também a continuada redução da capacidade de produção da indústria pesada (indústria do ferro e do aço, metalomecânica, etc.) no âmbito da reestruturação em curso, terá repercussão no crescimento. As autoridades continuam a afirmar que em 2017 continuarão a aumentar de forma apropriada os gastos orçamentais prosseguirão a política de redução de impostos. O facto é que as principais instituições não acreditam que a China obtenha taxas de crescimento semelhantes às ocorridas em 2015 e 2016, devendo registar em 2017 um crescimento comparativamente mais baixo (até porque o efeito de base é cada vez mais alto). Os efeitos podem se traduzir em vários domínios, com efeito regional e mundial, tanto ao nível de menor consumo como de menor comércio, como menor pressão sobre o preço das matérias-primas.

Previsão de evolução dos principais indicadores macroeconómicos

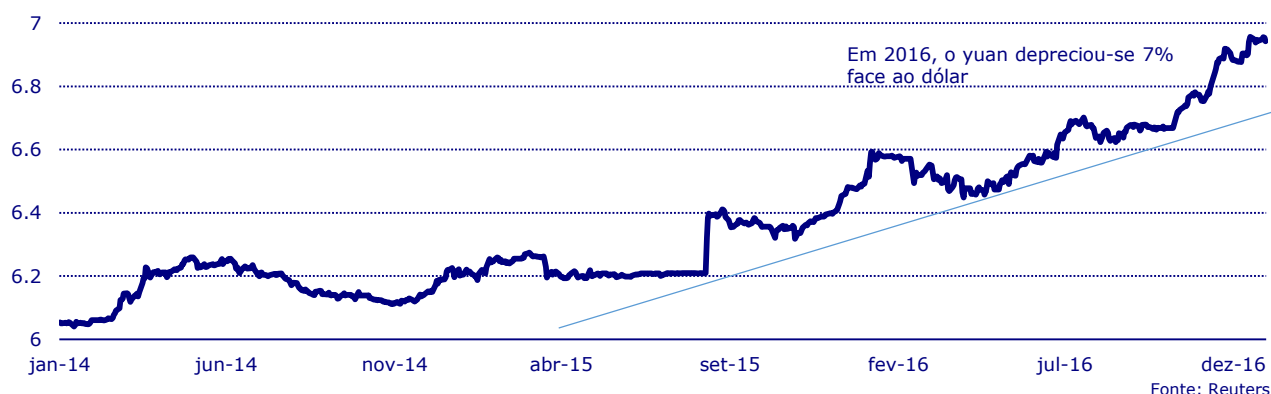
	Média '98/07 FMI	2014		2015		2016 p		2017 p		2021 p FMI
		FMI	IIF	FMI	IIF	FMI	IIF	FMI	IIF	
PIB (var. anual; %)	9.9	7.3	7.3	6.9	6.9	6.6	6.6	6.2	6.4	5.8
Inflação (média anual)	1.1	2.0	1.5	1.4	1.6	2.1	1.8	2.0	2.7	3.0
Bal. Corrente (% PIB)	-	2.6	2.6	3.0	3.0	2.4	2.0	1.6	2.1	0.8

Fonte: FMI, IIF.

□ **O novo modelo de crescimento levará tempo a afirmar-se porque está em constante transformação.** A ascensão da classe média é um processo demorado e que requer a reposição gradual de rendimentos e das condições de vida da população. Assim, como a supremacia das indústrias tecnologicamente avançadas e dos serviços é um processo em progressão e consolidação, não só dependente da evolução sócio-económica da sociedade, mas também do dirigismo e incentivo do regime chinês. De qualquer forma espera-se que o sector privado continue a progredir de forma favorável, após um processo de desalavancagem, podendo acelerar o investimento no contexto de taxas de juro mais baixas. Também, o excedente comercial continua a ser importante – o consumo interno poderá não crescer tão rapidamente como a procura externa; **durante bastante tempo as exportações continuarão relevantes, dada a importância da manufactura mais tradicional. A depreciação da moeda, com a conivência das autoridades chinesas suporta ainda o modelo “antigo”, que persistirá durante mais algum tempo, pois a reestruturação para um modelo baseado no consumo interno ainda levará anos a afirmar-se.**

Evolução do USD/CNY

(yuans por dólar)



Fonte: Reuters

□ **Em 2017, a China irá continuar a necessitar dos superávites do comércio para gerar reservas cambiais.** Porque, por outro lado, assiste-se a uma saída rápida de capitais para o exterior (ativos externos mais atractivos), que fazem falta à economia e, ocorre que as próprias autoridades usam parte das reservas na tentativa de estabilizar o valor do yuan, alvo de movimentos de carácter especulativo. Em 2016, o yuan foi sujeito a forte pressão de depreciação, com ou sem ajuda do banco central. Face ao dólar, a moeda chinesa depreciou-se 7% e encontrava-se no final do ano a ser transaccionada nos 6.95 yuans por dólar, valores já registados em 2008. Em 2017, deverá manter-se a alta volatilidade, embora em termos de índice de referência do valor do yuan a *China Foreign Exchange Trade System* (CFETS) tenha alterado a composição do cabaz de moedas de 13 para 24, de forma a fomentar uma maior estabilidade e retirar peso ao dólar (uma menor dependência dos movimentos do dólar).

CHINA – PROSSEGUE O REAJUSTAMENTO (cont.)

□ **Numa tentativa de apoiar a actual política de moeda mais controlada, a China anunciou recentemente um conjunto de medidas de controlo dos capitais que saem do país, incluindo um exame mais atento aos investimentos externos.**

As autoridades pretendem reforçar as auditorias aos investimentos no exterior feitos por empresas estatais, assim como aos activos mantidos fora do país. O objectivo é salvaguardar a segurança dos activos estatais no exterior e promover a capacidade das empresas em operar internacionalmente, prevenindo riscos. O compromisso passa igualmente por intensificar a auditoria dos reguladores às instituições financeiras chinesas, com foco na implementação da política monetária, fluxos de crédito, financiamento electrónico e fluxos de capitais transfronteiriços. De Janeiro a Novembro, o investimento directo não financeiro da China no exterior aumentou 55.3% em termos homólogos, para 154 mil milhões de dólares. **Inversamente, ocorreu maior abertura ao investimento estrangeiro – foram anunciados planos que visam permitir mais investimento estrangeiro na banca e nos seguros.** O foco em liberalizar o sector financeiro deverá apoiar a desejada mudança estratégia a favor dos serviços.

□ **Mas existe um conflito latente para 2017 – uma possível “guerra” comercial entre EUA e China.** O candidato eleito à Presidência dos EUA, Donald Trump, tem vindo a fazer declarações contra a manipulação do câmbio do yuan por parte da China, sabendo-se que uma parte importante do défice comercial dos EUA resulta das importações à China. Os EUA são os principais clientes da China, representando cerca de 20% do total das exportações chinesas. Há ainda a reter o facto de o novo Presidente eleito ser adepto de medidas proteccionistas, que podem vir a ser implementadas de modo a proteger a indústria norte-americana. **Assim, de uma política comercial norte-americana mais proteccionista poderá resultar globalmente menor comércio e menor abertura da economia mundial. E acredita-se que vão ocorrer algumas fricções, nomeadamente em resultado da introdução de tarifas nalguns produtos ou grupo de produtos específicos (no aço e seus componentes e alguns produtos agrícolas).** Igualmente, as empresas mais importantes dessas áreas vão ter de se adaptar às prováveis novas regras.

□ **Contudo, a China tem um argumento que a pode defender de um conflito mais declarado, o facto de ser o país estrangeiro que detém mais dívida titularizada norte-americana, tendo ultrapassado há já algum tempo o Japão.** Recentemente registou-se um alívio no montante global, que poderá ser resultado directo da gestão deste activo por parte da China, no contexto de subida das taxas de juro do dólar.

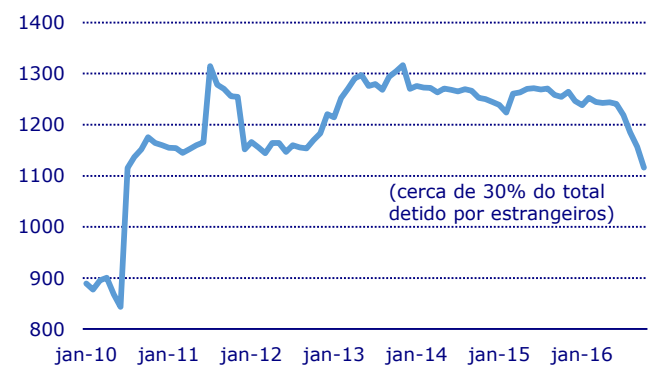
□ **Em termos de política monetária, houve prudência em 2016, depois da descida dos juros ao longo de 2015.** De facto foi neste ano que o Banco Popular da China actualizou por várias vezes a sua taxa de cedência de liquidez aos bancos. Deste modo estimulou-se a injeção de liquidez à banca e, por conseguinte, à economia em geral. Por outro lado, a redução generalizada das taxas de juro na economia permanece um incentivo ao investimento produtivo. Para 2017, o banco central referiu que pretende uma política monetária neutral, nem demasiado restritiva nem demasiado relaxada.

□ **Em 2016 multiplicaram-se os regulamentos e leis que, de alguma maneira, limitaram a actividade e o negócio (o padrão de crescimento anterior estava igualmente ligado a lacunas legislativas que iam desde a concorrência/relacionamento entre empresas às mais básicas regras laborais e de protecção do trabalhador, passando pelo direito dos clientes).** Também ao nível das transacções comerciais electrónicas surgiram regras, nomeadamente ao nível da protecção de dados, perante o laxismo anterior. Todas estas importantes alterações implicaram, num processo não terminado, um maior esforço de investimento por parte das empresas.

□ **Para a trajectória económica chinesa, assim como de outras economias emergentes, um dos maiores riscos é externo – são as políticas monetárias seguidas em 2017 pelos EUA e pela Europa.** Ambas podem potenciar turbulências e reforçar a saída de capitais. Embora a inflação

Dívida dos EUA detida pela China

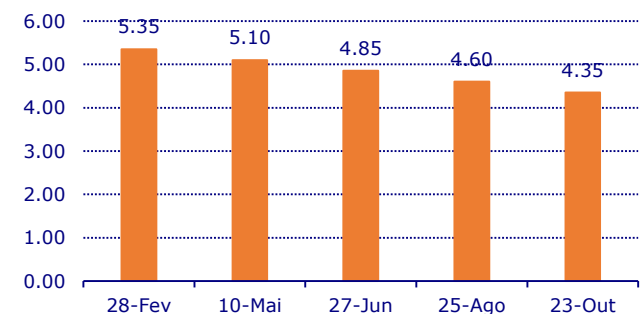
(mil milhões de dólares)



Fonte: Bloomberg

Evolução da Lending Rate (*)

(%)



Fonte: Banco Popular da China

Nota: (*) Todos estes movimentos ocorreram em 2015. Em 2016, a taxa manteve-se em 4.35%.

ECONOMIAS

CHINA – PROSSEGUE O REAJUSTAMENTO (cont.)

não esteja ainda nos níveis pretendidos por estes bancos centrais (2%, estando o IPC americano mais perto do objectivo), a sua subida poderá gerar expectativas contrárias ao interesse das economias emergentes, nomeadamente ao nível da fuga de capitais, encarecimento do financiamento externo, risco de desvalorização das suas moedas, etc..

▣ **Apesar destes possíveis e prováveis constrangimentos surgiram recentemente informações económicas relevantes que abrem perspectivas positivas para 2017:** em Dezembro, a taxa de inflação deverá fixar-se em 2.3%, em termos homólogos, embora ainda longe do objectivo das autoridades de 3%; o índice PMI Caixin da manufactura subiu de 50.9 para 51.9 de Novembro para Dezembro; o índice PMI Caixin dos serviços, no mesmo período, subiu de 53.1 para 53.4; já o índice PMI Caixin composto (que agregada manufactura e serviços) aumentou de 52.9 para 53.5; o índice de confiança dos consumidores Westpac-MNI subiu de 114.9 para 116.6 de Novembro para Dezembro; o índice de confiança dos empresários subiu no 4º trimestre de 51.2 para 54.2; os resultados da indústria nos 11 meses do ano aumentaram 9.4% em relação ao período homólogo, que compara com o aumento de 8.6% no período anterior de 10 meses; as vendas a retalho em Novembro cresceram 10.8%, em termos anuais, que compara com 10.0% em Outubro; o índice de produção industrial aumentou 6.2% em Novembro, face ao mesmo mês do ano passado, tendo tido uma taxa de 6.1% em Outubro.

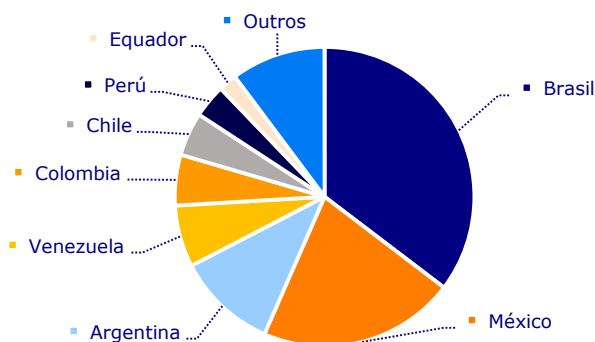
AMÉRICA LATINA – RETORNO A CENÁRIOS DE EXPANSÃO COM RISCOS DESCENDENTES

□ Depois de ter estagnado em 2015, a América Latina contraiu em 2016. As estimativas do FMI e da OCDE colocam o ritmo de contracção da actividade entre 0.5% e 1%. O mau desempenho económico da região resultou principalmente da acentuada queda da procura interna, mas também de menor robustez da procura global com impacto no preço das matérias-primas de que estes países são produtores e exportadores. No conjunto da região, a Comissão Económica para a América Latina (Cepal), estima que a procura interna tenha diminuído -2.0%, como resultado da contracção de todas as suas componentes: queda de 9% do consumo privado, de 1% do consumo público e de 6.8% da formação bruta de capital fixo. Dada a fragilidade da procura interna, as importações regrediram cerca de 3%, contribuindo positivamente para o crescimento. A queda do produto da região como um todo esconde desempenhos díspares nas diversas economias que lhe pertencem. Pela positiva destaca-se a expansão do PIB mexicano, beneficiando da sua proximidade geográfica e comercial dos EUA. O FMI estima que em 2016 este país tenha avançado 2.1%, depois de em 2015 ter crescido 2.5%. Contudo, o bom desempenho desta economia e de outras da América Central foi totalmente abafado pelo mau desempenho do Brasil e da Argentina, economias que representam mais de 45% do PIB da região e que, segundo o FMI, terão contraído 3.3% e 1.8%, respectivamente. A queda das importações traduziu-se na melhoria do desequilíbrio das contas externas, situando-se o défice da conta corrente em 2.2% do PIB, depois de em 2015 ter representado 3.4% do PIB. Esta evolução reflectiu essencialmente a melhoria do défice no Brasil, todavia, de acordo com a Comissão Económica para a América Latina (Cepal), quase todos os países da região registaram evoluções favoráveis. No campo das contas públicas, o saldo orçamental estabilizou face a 2015 para o conjunto dos países da região, estimando-se que o défice público se tenha situado em 3% do PIB e o défice primário em 0.8% do PIB. Também aqui os diferentes países registaram comportamentos diversos, observando-se uma melhoria dos saldos orçamentais nos países do norte e uma piora nos da América do Sul. A dívida pública bruta do conjunto dos países da América Latina manteve uma trajectória ascendente, estimado o Cepal que se tenha situado em 37.9% do PIB em 2016, mais 1.3 pontos percentuais do que em 2015. A deterioração do rácio de dívida pública ocorreu, segundo este organismo, em 14 dos 19 países da região. Entre estes, o Brasil é o país que tem o maior nível de dívida pública, equivalente a 70.3% do PIB, seguido pela Argentina (54.0% do PIB).

□ Para 2017, antecipa-se o retorno a cenários de crescimento. O FMI e a OCDE estimam ritmos de expansão de 1.6% e 2.3%, respectivamente, contudo os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, aliás como é patente na disparidade das previsões dos dois organismos internacionais, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente. Estes riscos prendem-se sobretudo com a incerteza quanto à evolução da política norte-americana, nomeadamente no que respeita ao grau de adopção de uma política mais proteccionista por parte da administração Trump.

Composição do PIB América Latina e Caraíbas

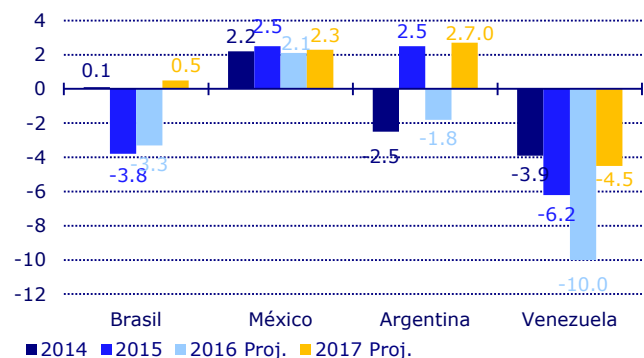
(% PIB nominal em USD)



Fonte: FMI

Crescimento do PIB principais economias

(percentagem)



Fonte: Banco Mundial

Brasil - Retorno a crescimento, mas fraco

□ O Brasil enfrenta uma das mais fortes recessões das últimas décadas, antecipando o FMI uma contracção de 3.3% em 2016, depois de em 2015 ter já contraído 3.8%. O mau desempenho da economia está em parte relacionado com crescimento moderado da procura global, limitando a expansão do sector exportador, mas reflecte também a crise política em que o país ainda esteve envolvido sobretudo no primeiro semestre do ano, e que se traduziu em evolução desfavorável do sentimento entre os agentes económicos e no adiamento de decisões de ordem política. A informação disponível indica que o PIB contraiu 2.9% no terceiro trimestre, sugerindo a confirmação de que o ponto mais baixo do ciclo de contracção da actividade foi observado nos últimos meses de 2015, primeiros de 2016. Os indicadores de actividade disponíveis até à data apontam nessa direcção, ainda que as perspectivas para a evolução da actividade permaneçam frágeis, na medida em que a folga produtiva do sector empresarial é ainda considerável e porque o consumo das famílias continua pressionado pelo elevado nível de desemprego. A reflectir esta fragilidade está a previsão do FMI para o crescimento em 2017: +0.5%.

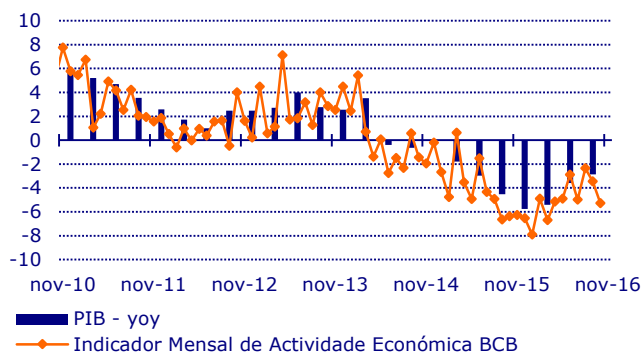
ECONOMIAS

AMÉRICA LATINA – RETORNO A CENÁRIOS DE EXPANSÃO COM RISCOS DESCENDENTES (cont.)

□ A suportar uma perspectiva mais positiva para a actividade no ano que agora inicia está a evolução mais favorável da taxa de inflação, permitindo a adopção por parte do Banco Central do Brasil de um ciclo de cariz mais expansionista. Embora permanecendo acima do limite superior definido pelo banco central (4.5%, +/- 2%), a taxa de inflação tem vindo a registar uma evolução favorável desde Março, situando-se em 6.99% em Novembro, reflexo de um comportamento mais benigno da inflação dos bens regulados, cujo índice caiu para 6.07% em Novembro, depois de em Dezembro de 2015 ter atingido o máximo de 18.07%. Neste cenário, o Banco do Brasil iniciou em Outubro o ciclo de redução da taxa Selic em 25 pontos base, colocando-a em 13.75% no final de 2016. Para 2017, atribui-se uma considerável probabilidade a que o banco central prossiga com redução da taxa directora, reduzindo os custos de financiamento, sobretudo para o sector empresarial, favorecendo a retoma do investimento. Para além de uma política monetária de maior suporte ao crescimento, também uma maior estabilidade no campo político poderá contribuir para a melhoria do sentimento entre os agentes económicos. Neste campo é de salientar a aprovação de limitar à taxa de inflação do ano anterior o crescimento da despesa pública por um período de 20 anos, limitando a expansão do défice público, actualmente em torno dos 10% do PIB.

Brasil - Evolução da actividade económica

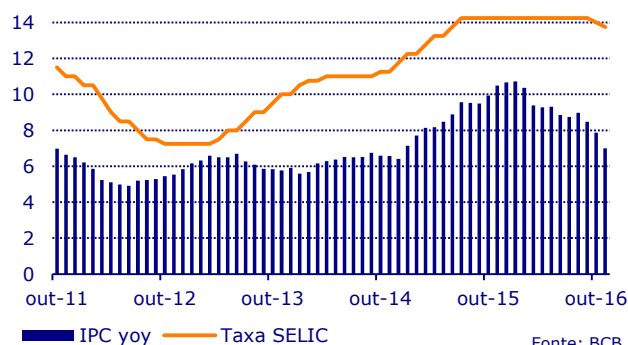
(variação percentual anual)



Fonte: BCB/IBGE

Brasil - Taxa Selic e Inflação

(percentagem)



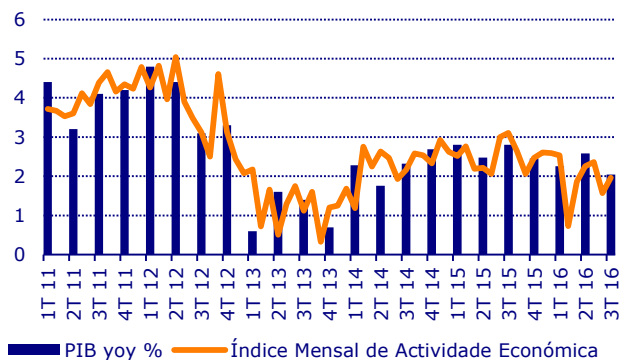
Fonte: BCB

México - Cenário positivo, mas incerto

□ **O México terá crescido 2.1% em 2016, depois de ter avançado 2.5% em 2015.** A procura interna continua a dar um contributo positivo para o crescimento, destacando-se um crescimento superior a 3% do consumo privado. Do lado da oferta assistiu-se ao longo do ano à melhoria do índice que avalia a actividade económica, reflectindo melhorias nos sectores terciário e primário. Contudo a actividade industrial evoluiu de forma menos dinâmica, tendo o respectivo indicador de actividade caído 1.3% yoy no terceiro trimestre do ano, reflexo da menor actividade no sector exportador por via da menor procura por parte dos EUA. A aceleração do ritmo de crescimento dos preços traduziu-se no aumento da taxa directora em 200 pontos base ao longo do ano para 5.25% no final de 2016. Ainda assim, a taxa de inflação continua acima do objectivo do banco central (3%, +/- 1%), reflectindo em grande parte a depreciação do peso mexicano, sobretudo após os resultados das eleições norte-americanas.

México - PIB e Indicador Mensal de actividade económica

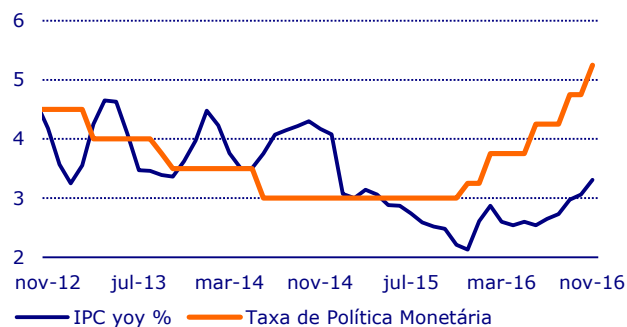
(variação percentual anual)



Fonte: INEGI/Bloomberg

México - Inflação e Taxa de Política Monetária

(percentagem)



Fonte: INEGI/Bloomberg

AMÉRICA LATINA – RETORNO A CENÁRIOS DE EXPANSÃO COM RISCOS DESCENDENTES (cont.)

□ **Para 2017, as perspectivas são de manutenção de um ritmo de crescimento na ordem dos 2.0%**, todavia este é um cenário sujeito a um elevado grau de incerteza, sobretudo relacionado com a evolução das relações comerciais e políticas migratórias que irão ser adoptadas pela administração Trump e que poderão traduzir-se em adiamento de decisões de investimento até que se torne claro quais as alterações que serão introduzidas no Tratado de Livre Comércio na América do Norte. Neste campo é importante ter presente que cerca de 40% dos inputs contidos nas exportações mexicanas incorporam produtos com origem nos EUA, perspectivando-se, por isso, que a renegociação do Tratado se revele mais suave, do que o contido no discurso do novo Presidente dos EUA. Outros factores que poderão condicionar o ritmo de crescimento durante 2017 prendem-se com a possível redução dos fluxos de IDE resultante dos ajustes no Tratado, do aumento da inflação relacionada com a depreciação da moeda e, possivelmente da necessidade de implementação de uma política fiscal mais contracionista de forma a limitar o aumento do rácio de dívida pública, que o FMI estima que represente 56% do PIB no final de 2016, cerca de mais 10 pontos percentuais do que em 2013.

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO

O crescimento económico na África Subsariana voltou a desacelerar em 2016, ainda a fazer reflectir os desafios de 2015. Não só o contexto externo permaneceu adverso, como também alguns factores internos pesaram no desempenho da actividade económica no ano passado. Assim, de acordo com as últimas estimativas do FMI, a taxa de crescimento real do PIB da região deverá ter atingido 1.4%, uma queda de 2 pontos percentuais (p.p.) face ao observado no ano precedente. No entanto, é possível verificar que a região cresce a dois ritmos, baseado na estrutura da economia de cada país (exportadores de petróleo vs importadores; países intensivos em recursos vs não intensivos em recursos). Para 2017, o cenário é de recuperação gradual, em linha com as melhores perspectivas para a economia mundial e para o mercado de *commodities*.

Se, por um lado, o contexto económico internacional desapontou e os preços das *commodities* mantiveram níveis muito reduzidos, principalmente no início do ano, também é certo que alguns constrangimentos internos dificultaram o desempenho da economia subsariana. Os efeitos do fenómeno *El Niño* reflectiram-se na pior seca desde há 35 anos, com cortes na produção agrícola e colocando a população, em alguns casos, numa situação de insegurança alimentar. Ao mesmo tempo, a insegurança que se vive na região, com actividades insurgentes na região delta do Níger, ataques terroristas e, ainda, desenvolvimentos políticos mais complexos em certos países, também limitaram a actividade económica.

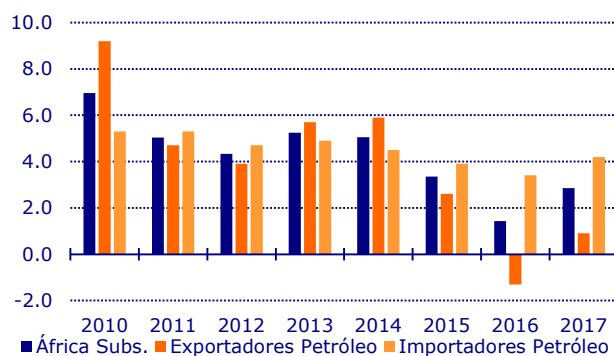
Entre os países exportadores de petróleo, a queda das receitas provenientes da matéria-prima (exportação e impostos) obrigou a cortes da despesa pública e a uma política monetária mais restritiva. Estas medidas, a par de um crescimento substancial da taxa de inflação, comprometeram o consumo privado; o efeito positivo daqui decorrente reflectiu-se no decréscimo das importações. Em sentido inverso, os países importadores de petróleo ou não intensivos em recursos continuaram a beneficiar do investimento público, principalmente em infra-estruturas, e dos baixos preços do petróleo.

A região subsariana deverá observar uma recuperação em 2017, ainda que se distancie dos ritmos de retoma registados em crises anteriores. A afectar este cenário estará a expectativa de que as duas principais economias da região, África do Sul e Nigéria, registem os piores desempenhos da África Subsariana, ainda que positivos. O FMI espera uma taxa de crescimento de 2.9% este ano, mascarando, ainda assim, dinâmicas de crescimento distintas. Apesar da expectativa de recuperação dos preços do petróleo ao longo deste ano, os países exportadores terão ainda de lidar com os efeitos adversos que afectaram as respectivas economias ao longo dos dois últimos anos. No entanto, a expansão económica deverá depender da rapidez com que os Governos aplicam as reformas necessárias à promoção do crescimento e à estabilidade dos principais indicadores macroeconómicos. Nos países não intensivos em recursos é antecipado que os grandes projectos de infra-estruturas continuem a suportar o crescimento.

Os riscos continuam no sentido descendente. Um cenário de manutenção dos preços reduzidos das matérias-primas ou novas quedas podem causar novos desafios aos países exportadores e, por este meio, obrigar a novas medidas prejudiciais ao crescimento económico. Novos receios sobre o crescimento económico na China, o principal parceiro comercial da região subsariana, poderão não só provocar novas quedas dos preços das matérias-primas nos mercados financeiros, como também no volume de bens exportados pelos países da região. O FMI aponta ainda a dificuldade dos governos em aplicar medidas impopulares e a incerteza política, decorrente da aproximação de eleições em alguns casos, que pode adiar a consolidação fiscal ou os processos de ajustamento necessários para garantir a sustentabilidade do crescimento económico. A África Subsariana pode ser afectada também pelos desenvolvimentos na União Europeia (relacionados, por exemplo, com o processo de saída do Reino Unido) e pela volatilidade nos mercados financeiros, potenciando uma situação de aversão ao risco.

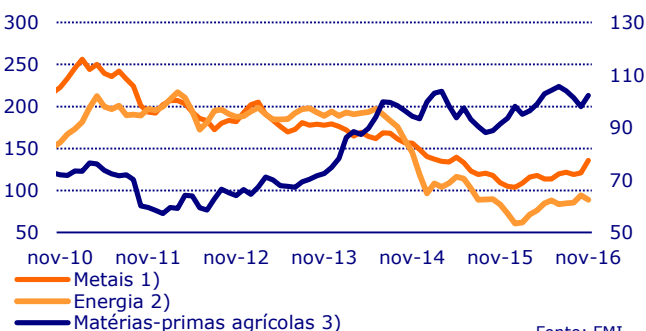
Crescimento económico na África Subsariana: exportadores e importadores de petróleo

(taxa de crescimento real do PIB, %)



...influenciada pelo fraco desempenho do sector secundário

(variação homóloga)



Nota: 1) Inclui os preços de: cobre, alumínio, ferro, níquel, zinco, urânio, estanho e chumbo; 2) Inclui: petróleo, gás natural e carvão; 3) Inclui: madeira, algodão, lã, borracha e peles.

ECONOMIAS

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

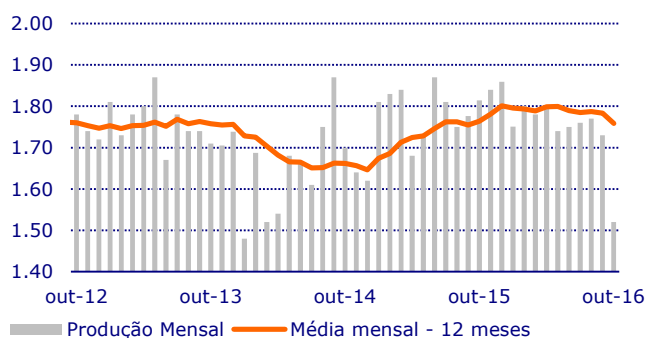
□ ANGOLA - 2016 MARCADO POR INFLAÇÃO ALTA E FRAGILIDADE ECONÓMICA

O ano de 2016 foi bastante desafiante para Angola, com os preços petrolíferos a continuarem em níveis bastante baixos. O efeito na economia foi claro, com os dados económicos de maior periodicidade a indicarem mesmo um agravamento face ao período de 2015.

Na produção petrolífera, decorreu em 2016 um decréscimo em comparação com o ano anterior (-1.7% yoy), de acordo com os dados do Ministério das Finanças: até Novembro, a produção média rondou os 1.74 milhões de barris diários (mbd), abaixo dos 1.77 mbd registados no mesmo período de 2015, e bem aquém do objectivo de 1.79 mbd esperado em 2016, muito devido ao pior desempenho na segunda metade do ano. Assim, na globalidade do ano, é provável que se registre uma estagnação, ou mesmo uma quebra, no crescimento real do sector petrolífero. Em 2017 será pouco provável que se observe crescimento neste sector, já que os planos de cortes na produção por parte da OPEP determinam uma quota máxima de 1.70 mbd para a produção angolana. **É importante também notar a implementação, no início de 2016, de um plano de reestruturação da Sonangol, com a entrada para a liderança de Isabel dos Santos:** o plano prevê a divisão da empresa em 3 áreas, exploração e produção, logística, e uma secção para lidar com concessões a petrolíferas internacionais; além disso, todas as participações na área não-petrolífera serão colocadas num fundo. **Mas a consequência maior deu-se na quebra de receitas que decorre da baixa do preço por barril. Medidas em dólares, estas diminuíram 24.3% até Outubro, quando comparadas com o mesmo período de 2015.**

Produção petrolífera

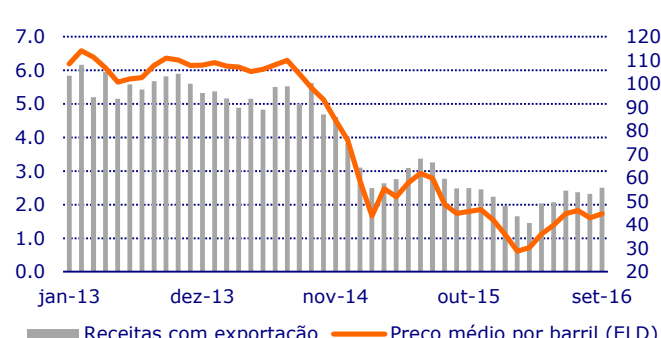
(milhões de barris diários)



Fontes: Bloomberg/OPEP

Receitas petrolíferas

(% do PIB)



Fonte: Minist. das Finanças

O efeito das baixas receitas petrolíferas, por sua vez, afectou de maneira decisiva o comportamento da economia não-petrolífera. A falta de receitas do Estado reflectiu-se em menos capacidade de realização de despesa, o que diminuiu a procura agregada através de vários canais. E por outro lado, a escassez de divisas decorrente da manutenção do câmbio em níveis artificialmente altos dificultou o pagamento de importações, sejam estas de consumo, matérias-primas, ou investimento. Tomando como indicador do estado da procura interna os gastos em importações, podemos constatar este facto. De acordo com dados do Ministério das Finanças disponíveis no Orçamento Geral do Estado para 2017, o nível de importações esteve em mínimos, com a compra de alimentos originários do estrangeiro a diminuir 47.3% no 1º semestre de 2016, em termos homólogos. As importações de combustíveis, por seu lado, diminuíram 56.5% no mesmo período, enquanto as restantes caíram 55.9%. Olhando para os últimos 3 anos, tomando o comportamento das importações como semelhante ao da procura interna, os dados apontam para uma quebra de cerca de 60%. **Assim, a expectativa é de que a economia angolana tenha estagnado em 2016, segundo o FMI. A Economist Intelligence Unit é um pouco mais optimista, prevendo um crescimento de 0.6%.**

Em termos de finanças públicas, 2016 terá sido, caso se tenham cumprido os planos do Governo, um ano com um défice elevado, de 5.9%.

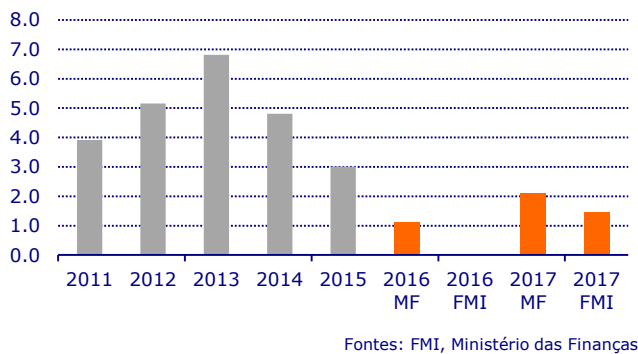
De acordo com o Orçamento Rectificativo apresentado pelo Governo angolano em Agosto, o objectivo do défice foi revisto de 5.5% para 5.9%. Este aumento decorreu, entre outras coisas, de um pressuposto mais realista quanto ao preço do petróleo, revisto de USD 45 para USD 40.9. Além disso, a revisão teve também em conta um valor de produção petrolífera mais baixo, em torno dos 1.79 mbd (1.89 mbd no Orçamento inicial). Assim, o Executivo preferiu acomodar um défice ligeiramente mais elevado. **No entanto, é de notar que, para acalmar eventuais preocupações da parte dos agentes do mercado (segundo as próprias palavras de Luanda), a execução orçamental na primeira metade do ano foi alvo de uma contenção extraordinária, revelando mesmo um superávit de 1.4% do PIB.** Durante a primeira metade do ano, 38.6% da receita foi arrecadada, condicionada pela baixa taxa de execução das receitas petrolíferas (34.3%). Contudo, a despesa

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

apresentou uma taxa de execução ainda menor, de 28.9%. Especificamente, a despesa em investimento foi apenas executada em 6.1%, com o Executivo a adiar muitos dos investimentos previstos. **Em 2017, a estratégia passa por manter o défice elevado, novamente com o investimento público como travão.**

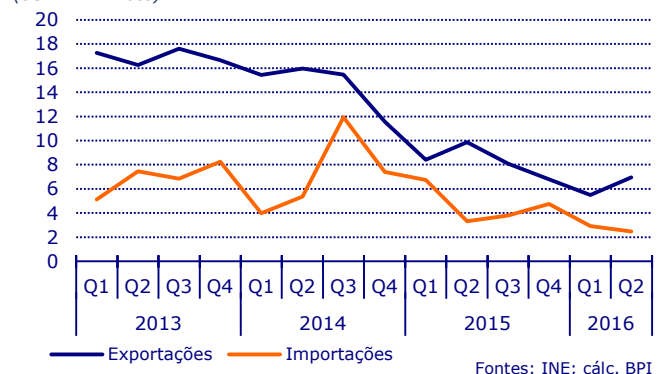
Crescimento do PIB

(Crescimento real do PIB)



Comércio internacional

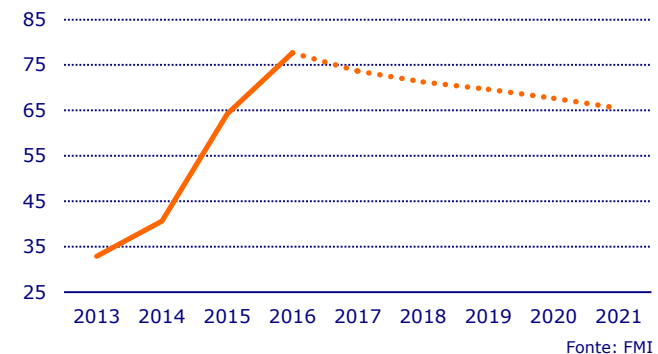
(USD mil milhões)



O Estado angolano prevê, em dólares, um aumento das receitas em 5.5% e das despesas em 7.5%, invertendo a tendência de quebra sentida até 2016. No entanto, devido ao aumento do PIB nominal (influenciado pela ainda bastante significativa inflação em 2017), estes aumentos são traduzidos em diminuições reais da receita e da despesa, e que acabam por tornar o défice mais baixo em percentagem do PIB, em uma décima, para 5.8%. **Olhando para o nível da dívida pública em percentagem do PIB, esta deverá, segundo o FMI, ter chegado aos 77.7% no final de 2016, já incluindo os encargos da Sonangol, um aumento de cerca de 12 pontos percentuais em relação aos 64.2% estimados para 2015, já de si um ano de aumento (40.7% em 2014).** Outras fontes, como a Moody's (que não considera a dívida da Sonangol) estimam que o aumento da dívida tenha sido muito mais moderado em 2016, apenas de 52.5% no ano anterior para 53.3%.

Dívida pública

(% do PIB)



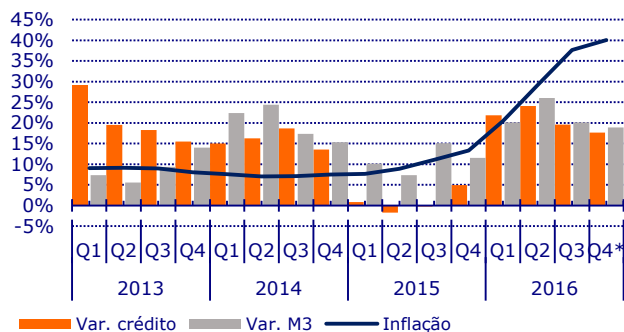
Do lado monetário, o ano de 2016 foi particularmente mau pelos seus efeitos na inflação, que deverá ter ficado em média nos 32% em 2016, com a inflação anual a chegar aos 41.2% em Novembro. O aumento dos preços foi sentido em especial a partir de Janeiro, altura em que a variação mensal dos preços superou os 3% pela primeira vez desde 2004, tendo permanecido acima desse patamar até Agosto. Depois de ter atingido um máximo de 4.0% em Julho, a inflação mensal tem descido gradualmente. Espera-se que esta seja bastante mais moderada em 2017. **Uma das principais causas para o aumento dos preços foi a desvalorização cambial, que totalizou 22.6% durante o ano, concentrada entre Janeiro e Abril.** A 1 de Janeiro houve uma primeira desvalorização de 15%, e depois, entre Janeiro e Abril seguiram-se várias pequenas mudanças no câmbio, com a posterior estabilização. No entanto, esta descida no valor do Kwanza para cerca de USD 166.7 foi ainda insuficiente para aproximar o valor da moeda angolana ao preço indicativo no mercado paralelo, que chegou a negociar acima dos USD 600 e negociava em Dezembro em cerca de USD 490. A mudança de estratégia a meio do ano poderá ter tido alguma influência da substituição do governador do banco central angolano, que passou a ser liderado por Valter Filipe da Silva em Março. Também para moderar os efeitos inflacionários da desvalorização cambial, a política monetária foi restritiva em 2016, com vários aumentos nas taxas do BNA, em particular da taxa de juro de referência: esta última sofreu em 2016 três subidas, passando de 11% para 12% em Fevereiro, para 14% no final de Março, e para 16% no final de Junho. Ao mesmo tempo, a taxa de absorção a 7 dias foi aumentada para 7.25% (1.75% no início do ano) e as taxas de cedência e de redesconto para 20% ambas (13% também ambas no início de 2016). Finalmente, o coeficiente de reservas obrigatórias subiu de 25% para 30% em Maio. **Reconhecendo a tendência de relativo abrandamento do crescimento da inflação, o BNA decidiu na segunda metade do ano manter as taxas inalteradas, sendo intenção também a manutenção do câmbio nos actuais níveis.**

ECONOMIAS

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

Inflação, crédito e moeda em circulação

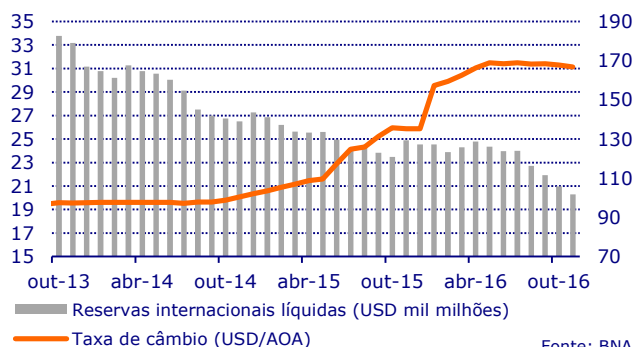
(% var. homóloga)



Fontes: BNA, INE
Nota: *Valor de Outubro apenas

Taxa de câmbio e reservas internacionais

(USD mil milhões; USD)



Fonte: BNA

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

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

□ MOÇAMBIQUE - PERSPECTIVAS DE MELHORIA, NUM CONTEXTO DE INCERTEZA

A economia moçambicana deverá registar um ritmo de crescimento historicamente baixo em 2016. Os baixos preços das matérias-primas, nomeadamente o alumínio e o carvão, reduziram as receitas de exportação e, ao mesmo tempo, tornaram menos atractivo o investimento, doméstico e estrangeiro, assente nos recursos naturais. Adicionalmente, os atrasos nos projectos de Gás Natural Liquefeito (GNL) também adiaram a implementação de serviços de apoio a estes projectos, o que, em geral, tem sido visível pela redução do investimento directo estrangeiro (IDE). Os efeitos do fenómeno "El Niño", designadamente as condições de seca e chuvas que têm afectado diferentes regiões do país, têm restringido a actividade agrícola. Adicionalmente, importa mencionar a depreciação da moeda nacional, em linha com a insuficiente oferta de divisas estrangeiras face à procura existente na economia para importação de bens e serviços e pagamento do serviço de dívida externa, e considerando a redução das receitas de exportação e os menores fluxos de investimento estrangeiro. Também a consolidação das finanças públicas e a adopção de uma política monetária restritiva afectou a actividade económica.

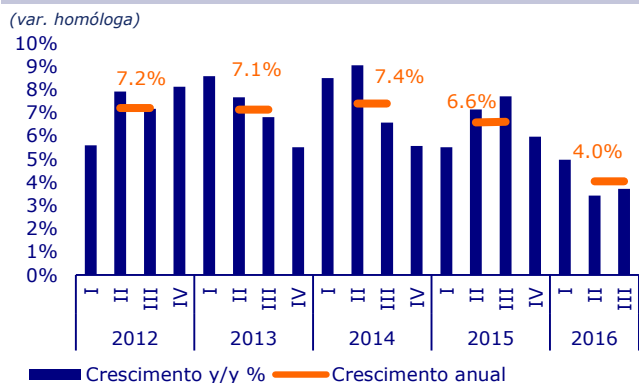
A divulgação de um montante adicional de dívida pública externa em torno de USD 1.4 mil milhões levou a um congelamento dos apoios financeiros por parte dos países doadores, aumentando a pressão sobre a liquidez do país. O elevado montante de dívida pública coloca-a em níveis insustentáveis (o Governo prevê que tenha terminado 2016 em 130% do PIB), obrigando o Governo a propor aos credores a reestruturação de uma parte da dívida pública externa e, assim, poder beneficiar do apoio financeiro do FMI (também ele congelado após a divulgação de montantes adicionais de dívida). No entanto, a negociação tem-se mostrado desfavorável ao Governo moçambicano, com os credores a dar sinais de que a proposta apresentada pelo Ministério das Finanças será rejeitada. A ocultação da dívida colocou questões quanto à transparência das instituições do país, e teve um impacto adverso na confiança dos agentes económicos e no investimento. A par disso, o país foi alvo de vários downgrades por parte das principais agências de rating.

As tensões político-militares também agravaram a confiança. Este tem sido um dos factores apontados para a restrição na movimentação de bens e de serviços, colocando pressão sobre os preços. De facto, a taxa de inflação, medida pelo índice de preços do consumidor de Moçambique, aumentou em 14.72 pontos percentuais para 25.27% em Dezembro. Esta pressão sobre os preços obrigou o Banco de Moçambique a adoptar uma política monetária fortemente restritiva ao longo de 2016,

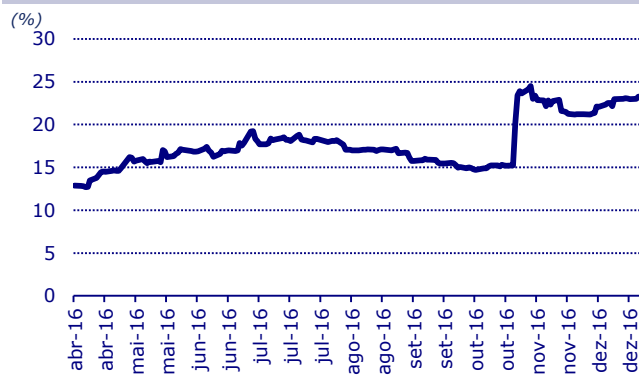
ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

destacando-se o aumento da taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez, de 9.75% em Dezembro de 2015 para 23.25% no final de 2016, ou a introdução de um coeficiente de reservas obrigatórias em moeda estrangeira (USD), que, no final do ano, estava em 15.5%.

Actividade económica mostra sinais de abrandamento em 2016

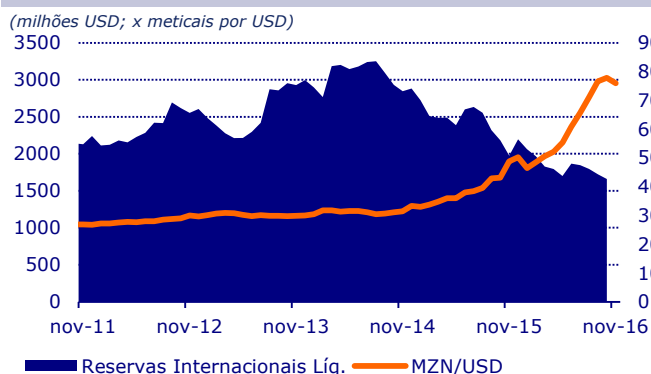


Yield da nova emissão da EMATUM aumentou significativamente no final de Outubro

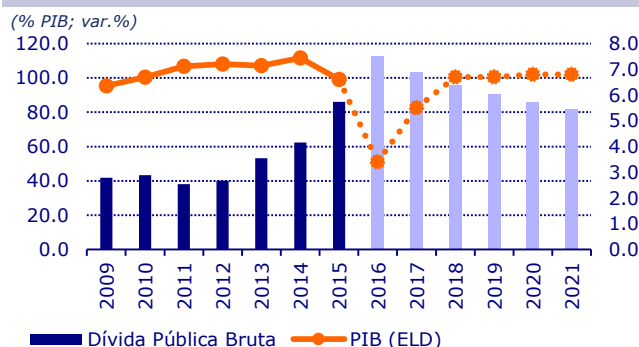


Para 2017, as perspectivas são de alguma melhoria, potenciada pelo sector mineiro. No final do ano de 2016 foi possível assistir a uma redução da pressão sobre a moeda nacional, em linha com as medidas mais restritivas de política monetária e uma melhoria da balança comercial no 3T. Este cenário permitiu que, no final do ano, as reservas internacionais voltassem a aumentar para cerca de USD 1.8 mil milhões (o correspondente a 3.5 meses de importações de bens e serviços, excluindo os megaprojectos). **A actividade económica, segundo o FMI e o Governo, deverá acelerar para 5.5% este ano.** O Governo menciona um cenário mais propício à paz e a recuperação da confiança na relação com os parceiros internacionais, com impacto no fluxo de IDE e melhoria da balança corrente. Estes factores deverão atenuar a depreciação da moeda nacional e a pressão sobre as reservas internacionais. A par destes factores, a recuperação no mercado de *commodities* deverá contribuir para um desempenho mais positivo da economia moçambicana e para o relançamento dos projectos de Gás Natural Liquefeito na Bacia do Rovuma; o principal sector a impulsionar deverá ser o mineiro, principalmente a indústria do carvão. A recuperação dos preços da matéria-prima, a procura mundial robusta, principalmente por parte da Índia, e os ganhos de eficiência conseguidos entre 2015 e 2016 deverão ser os factores de suporta à indústria do carvão, de acordo com a EIU.

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



FMI prevê uma recuperação económica em 2017



Nota: Para 2016, o Governo espera que a dívida pública atinja 130% do PIB

Apesar de um cenário mais optimista, continua a ser fundamental a consolidação das finanças públicas, com especial ênfase para a contenção da factura com salários e gradual eliminação de subsídios aos preços dos combustíveis, de acordo com o FMI. Ao mesmo tempo, é importante limitar os riscos fiscais colocados por algumas empresas detidas pelo Estado. **A austeridade fiscal e um nível de inflação ainda elevado deverão contribuir para restringir a procura doméstica. A volatilidade nos mercados financeiros e os riscos políticos poderão também ter um efeito adverso no investimento e limitar a dinâmica de crescimento.**

Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

	Tx. de cresc. real do PIB		Tx. de Inflação Média Anual	
	2016	2017	2016	2017
Governo	3.9	5.5	18.0	15.5
FMI	3.4	5.5	16.7	15.5
EIU	3.6	4.2	19.9	24.7
Moody's*	4.3	5.1	20.2	12.0
S&P	3.4	6.0	18.0	10.0
FocusEconomics	4.3	4.8	18.6	18.0

Fonte: Orçamento de Estado para 2017; FMI; EIU; Moody's; S&P; FocusEconomics.
Nota: * Taxa de inflação no final do período.

ECONOMIAS

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

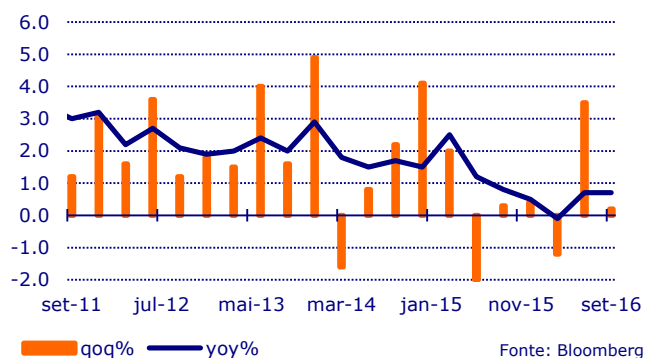
ÁFRICA DO SUL - ECONOMIA DEVERÁ MELHORAR DE FORMA GRADUAL EM 2017

O ano de 2016 foi negativo para o ambiente económico e financeiro do país. Os problemas estruturais identificados em 2015 continuaram a limitar o crescimento, nomeadamente as restrições no abastecimento de electricidade, a força de trabalho pouco qualificada, o elevado nível de desemprego e as escassas infra-estruturas. Adicionalmente, os efeitos da seca afectaram muito significativamente a actividade agrícola, o investimento caiu, a confiança dos agentes económicos diminuiu e a incerteza à volta do contexto político agravou-se. Nos primeiros três trimestres de 2016, o PIB registou uma taxa de crescimento média de 0.4% y/y, o que compara desfavoravelmente com o mesmo período de 2015 (+1.5% y/y). A agricultura e o sector da electricidade, gás e água foram substancialmente afectados com as condições de seca no país; em sentido contrário, os serviços financeiros observaram um desempenho positivo, revelando-se o sector com a melhor *performance*.

A taxa de inflação ultrapassou o limite superior do intervalo definido pelo Banco Central (3%-6%) durante praticamente todo o ano. Em causa estiveram os efeitos adversos da seca nos preços dos bens alimentares (10.7% em média entre Janeiro e Novembro de 2016 vs 5.1% em igual período do ano anterior), a depreciação do rand (reflectindo os desenvolvimentos económicos e políticos e as revisões em baixa do *rating* da dívida soberana por parte das principais agências internacionais), a par do aumento dos preços administrados (como o caso da electricidade). O crescimento substancial do nível de preços obrigou o Banco Central (SARB) a adoptar uma política monetária mais restritiva em 2016, aumentando a taxa repo em 75 pontos base para 7.0% no final do ano.

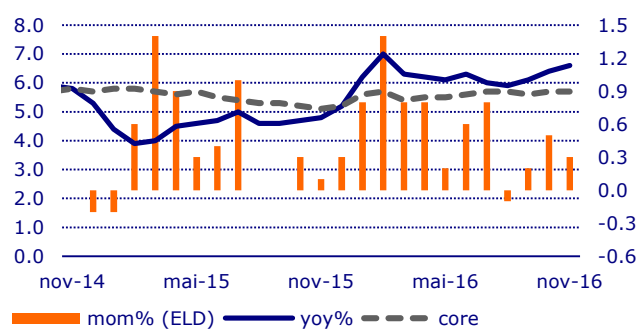
Actividade económica desacelerou significativamente ao longo de 2016

(PIB, preços constantes 2010; %)



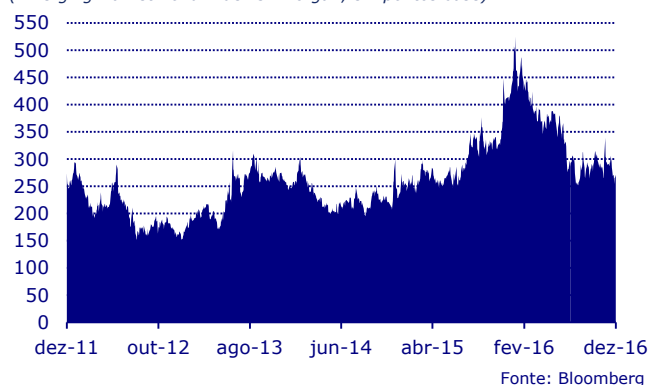
Taxa de inflação média anual excedeu o limite superior do intervalo do Banco Central (3-6%)

(yoy%; mom%)



Spread tem reflectido os desenvolvimentos económicos e políticos no país...

(Emerging Market Bond Index-JP Morgan, em pontos base)



...tal como no caso da taxa de câmbio

(x Rands por USD)



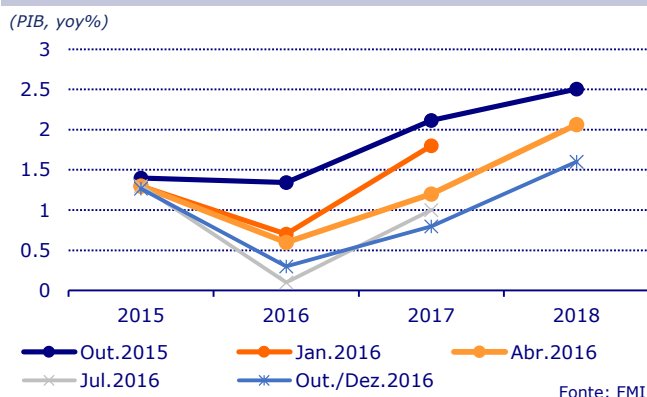
O ano que agora se inicia continuará a ser de ajustamento. O crescimento económico deverá recuperar, ainda que de forma muito gradual, reflectindo a melhoria do contexto internacional e a recuperação dos preços das *commodities*, especialmente dos metais e minérios. Adicionalmente, a normalização das condições climáticas deverá permitir que o sector agrícola volte a recuperar, ao mesmo tempo que o aumento da capacidade de geração de electricidade deverá contribuir positivamente para a actividade económica. A normalização da produção agrícola e um contexto interno mais estável poderá permitir que a taxa de inflação volte para os níveis determinados pelo SARB, podendo criar espaço para um alívio da política monetária, impulsionando a recuperação da actividade económica. Relativamente às contas externas, a recente trajectória positiva das

ÁFRICA SUBSARIANA - RECUPERAÇÃO MODERADA NUM CONTEXTO MENOS ADVERSO (cont.)

matérias-primas e a evolução do Rand pode impulsionar as exportações sul-africanas. Ainda assim, importa ter em conta que uma desaceleração na China e uma evolução mais desfavorável dos preços dos principais minérios de exportação podem ser factores de restrição às exportações. Do lado das importações, o aumento dos preços do Brent deve encarecer a importação de petróleo, agravando o défice comercial. Nota ainda para a vulnerabilidade da África do Sul ao sentimento de mercado, que pode potenciar a saída de capitais, em linha, por exemplo, com o ritmo de aumento das taxas de juro nos EUA ao longo de 2017 ou com o agravamento dos desenvolvimentos políticos no país.

No entanto, alguns factores deverão continuar a limitar um crescimento económico mais robusto: a manutenção de uma política fiscal mais restritiva, no sentido de garantir a redução do défice orçamental e a estabilização do rácio de dívida pública em percentagem do PIB; o elevado nível de desemprego; e os montantes elevados de endividamento das famílias. A par destes factores, importa mencionar outras fontes de risco, nomeadamente a possibilidade de novas greves ou os riscos fiscais decorrentes do aumento das responsabilidades contingentes em empresas detidas pelo Estado. Adicionalmente, também os desenvolvimentos políticos poderão continuar a restringir a expansão económica, afectando a confiança dos agentes económicos e limitando o investimento do sector privado. Várias instituições equacionam a possibilidade de que este contexto de riscos políticos crescentes se mantenha até à conferência eleitoral do African National Congress (ANC) em Dezembro deste ano, cujo objectivo passa pela eleição do novo líder do partido que, posteriormente, se apresentará como candidato nas eleições de 2019. Nota final para os efeitos decorrentes do processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia, que pode despontar novos receios entre os investidores e afectar a posição dos mesmos quanto ao risco, e para a normalização da política monetária nos EUA.

FMI reviu em baixa as previsões para o crescimento económico ao longo do último ano



Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

	Tx. de cresc. real do PIB		Tx. de Inflação Média Anual	
	2016	2017	2016	2017
Governo	0.5	1.3	6.4	6.1
FMI	0.3	0.8	6.4	6.0
OCDE	0.4	1.1	6.6	6.1
EIU	0.5	1.4	6.4	5.6
Moody's*	0.2	1.1	6.9	5.7
S&P	0.5	1.4	6.3	5.7
FocusEconomics	0.4	1.2	6.3	5.7

Fonte: 2016 Medium Term Budget Policy Statement; FMI; OCDE; EIU; Moody's; S&P; FocusEconomics.
Nota: * Taxa de inflação no final do período.

2017, ANO DE PERIGOS E DESAFIOS

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

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

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

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

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

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

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

MERCADOS**2017, ANO DE PERIGOS E DESAFIOS (cont.)**

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

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

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

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

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

, MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

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

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

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

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

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

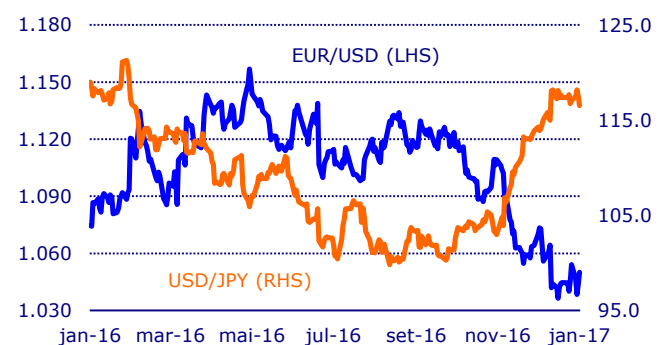
Variação dos principais câmbios

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

Fonte: Reuters, BPI.

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

(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

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

MERCADOS

, MERCADO CAMBIAL

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

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

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

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

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

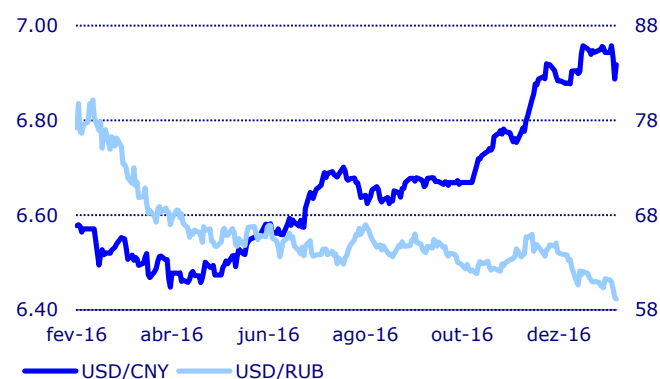
Variação de câmbios de economias emergentes

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

Fonte: Reuters, BPI.

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

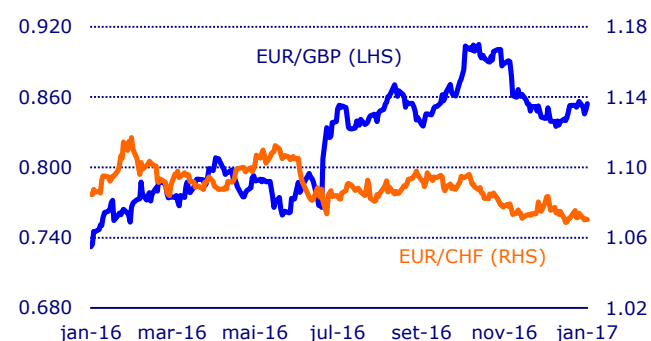
(x yuans por USD; x rublos por USD)



Fonte: Reuters, BPI

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

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



Fonte: Reuters, BPI

, MERCADO MONETÁRIO

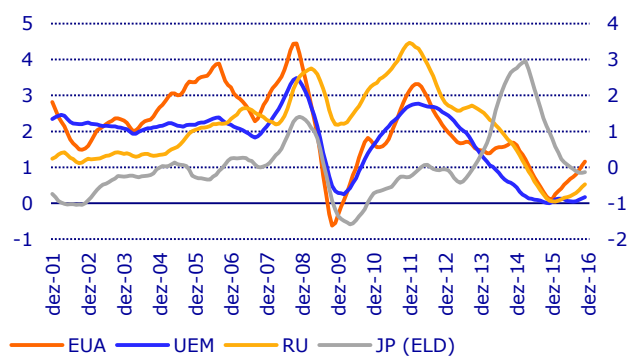
MERCADOS

NORMALIZAÇÃO GRADUAL, AMBIENTE ACOMODATÍCIO MANTÉM-SE

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

Inflação médias anual: sinais de aceleração

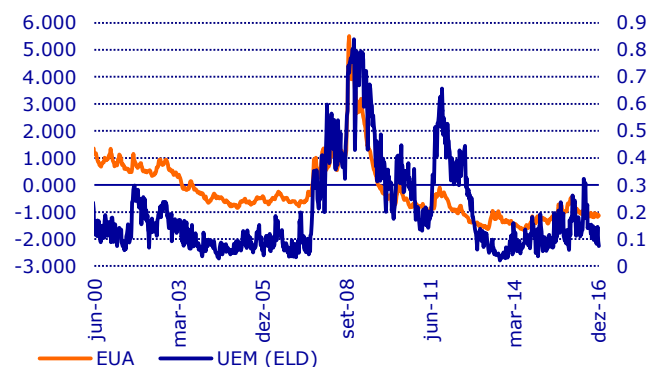
(%,%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Índice de stress financeiro

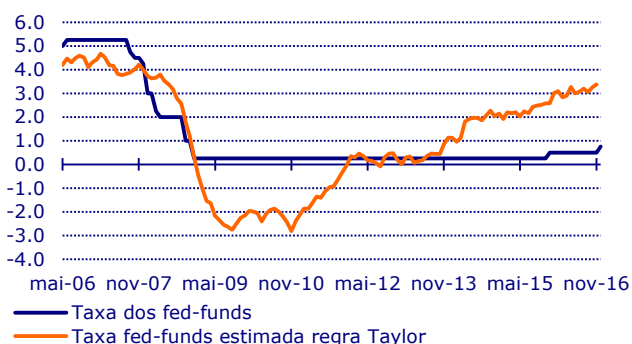
(yoy)



Fonte: FED St.Louis, BCE

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

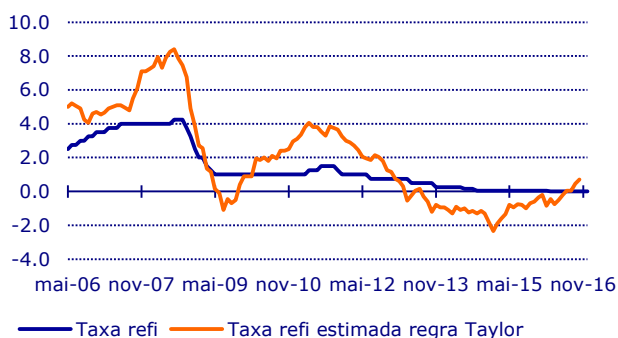
(%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Taxa de refinanciamento do BCE estimada pela regra de Taylor

(%)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

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

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

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

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

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

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

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

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

, MERCADO MONETÁRIO

MERCADOS

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

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

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

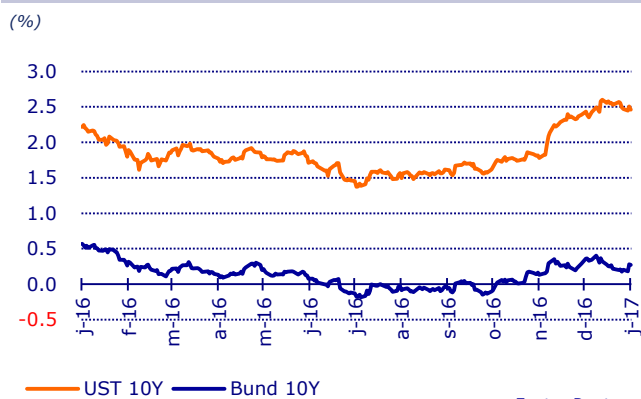
MERCADOS

, MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

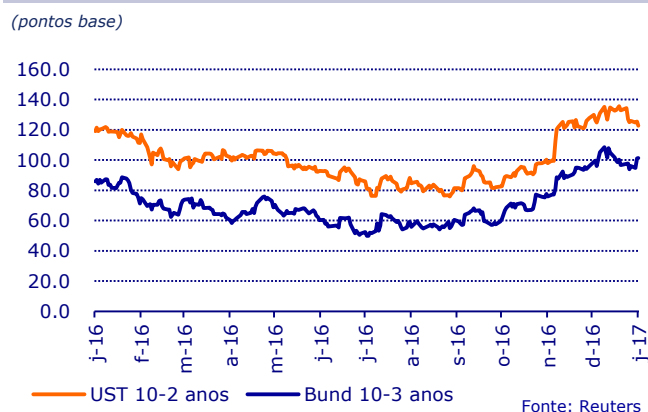
2017 ANO DE INCERTEZAS MAS DESFAVORÁVEL PARA A TAXA FIXA

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

Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais

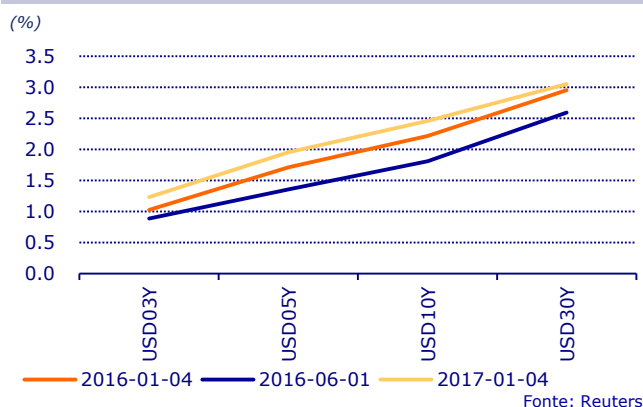


Curva de rendimentos



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

EUA: evolução da curva de rendimentos



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

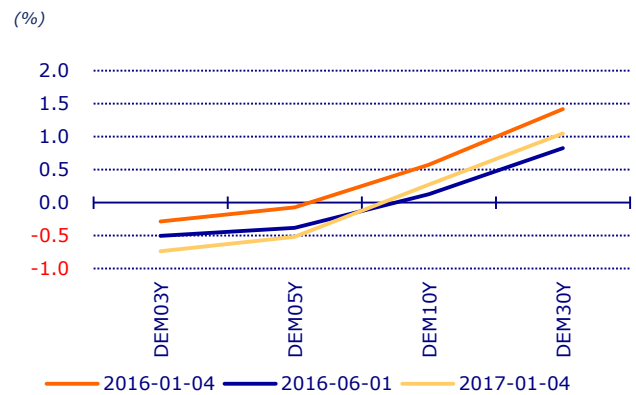
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

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

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

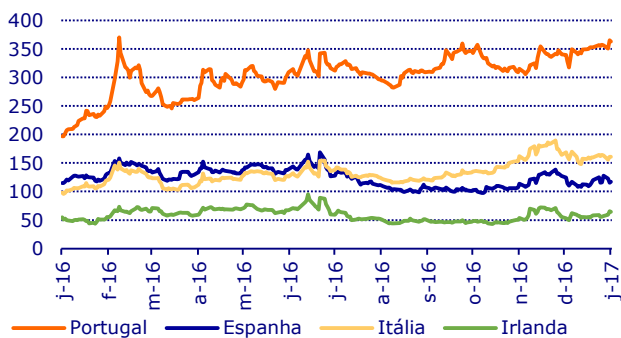
Alemanha: evolução da curva de rendimentos



Fonte: Reuters

UEM: Spreads mercados periféricos

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



Fonte: Reuters, calc. BPI

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

Mil Milhões de Euros

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

Fonte: Bloomberg, BCE, calc. BPI.

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

Teresa Gil Pinheiro

MERCADOS

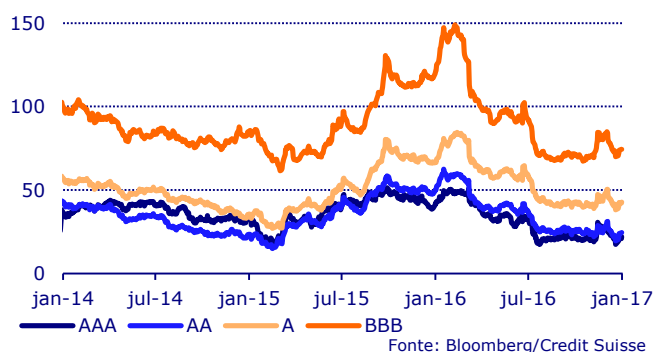
, MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

2017 SERÁ UM ANO DE ÂNIMOS MAIS CONTIDOS

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

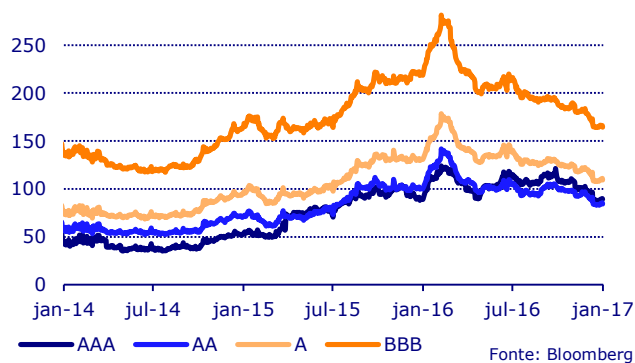
Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



Spreads da dívida diversa face ao swap (US)

(pontos base)

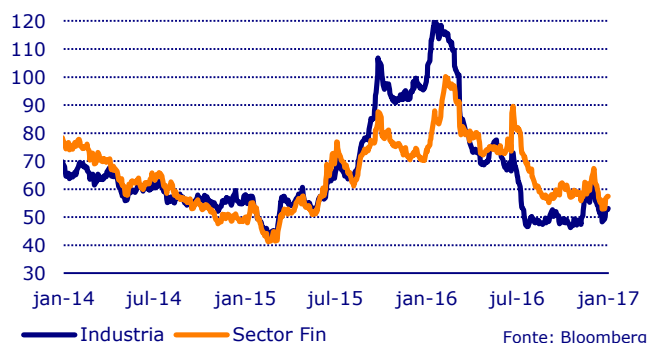


□ **Neste ambiente, os spreads viram um ano de descida, tanto na Europa, como nos Estados Unidos, e num movimento que não ficou reservado à dívida com grau de investimento.** A dívida do segmento *high yield* na Europa, por exemplo, viu o seu *spread* reduzido para metade entre o último pico em Fevereiro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

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

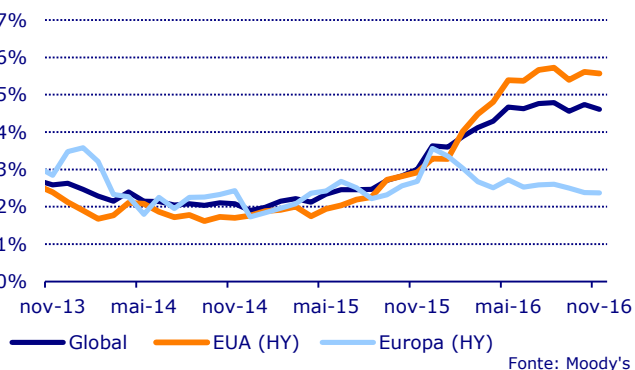
Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)



Taxas de incumprimento - Rating Especulativo

(percentagem)



, MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

MERCADOS

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

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

MERCADOS

MERCADOS ACCIONISTAS

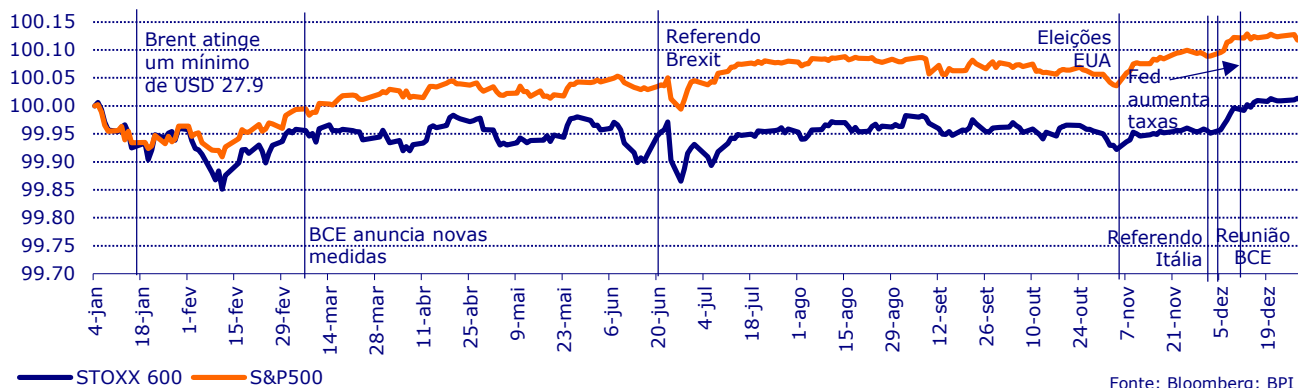
FACTORES POLÍTICOS DEVERÃO PAUTAR O DESEMPENHO DAS BOLSAS

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

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

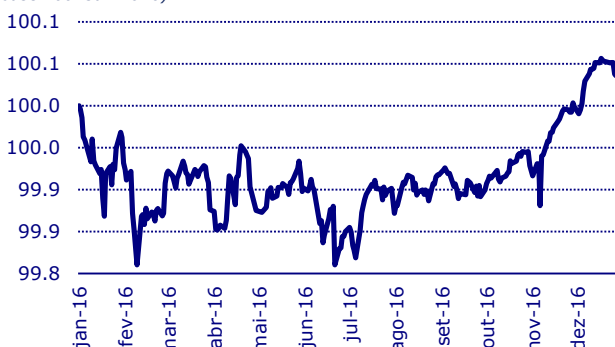
Principais Acontecimentos de 2016 para as bolsas europeias e norte-americanas

(base 100=Jan.2016)



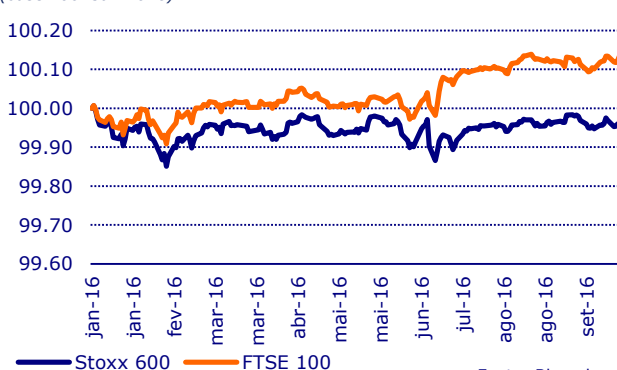
Nikkei recuperou no final do ano, reflectindo a depreciação do Yen

(base 100=Jan.2016)



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

(base 100=Jan.2016)



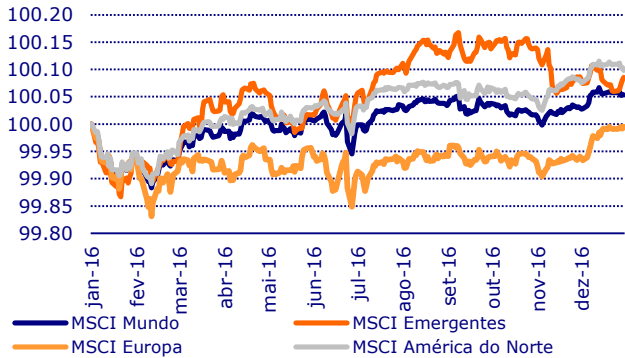
MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

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

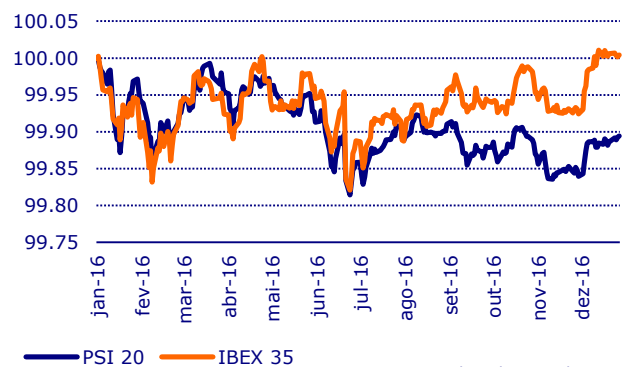
Nikkei recuperou no final do ano, reflectindo a depreciação do Yen

(base 100=Jan.2016)



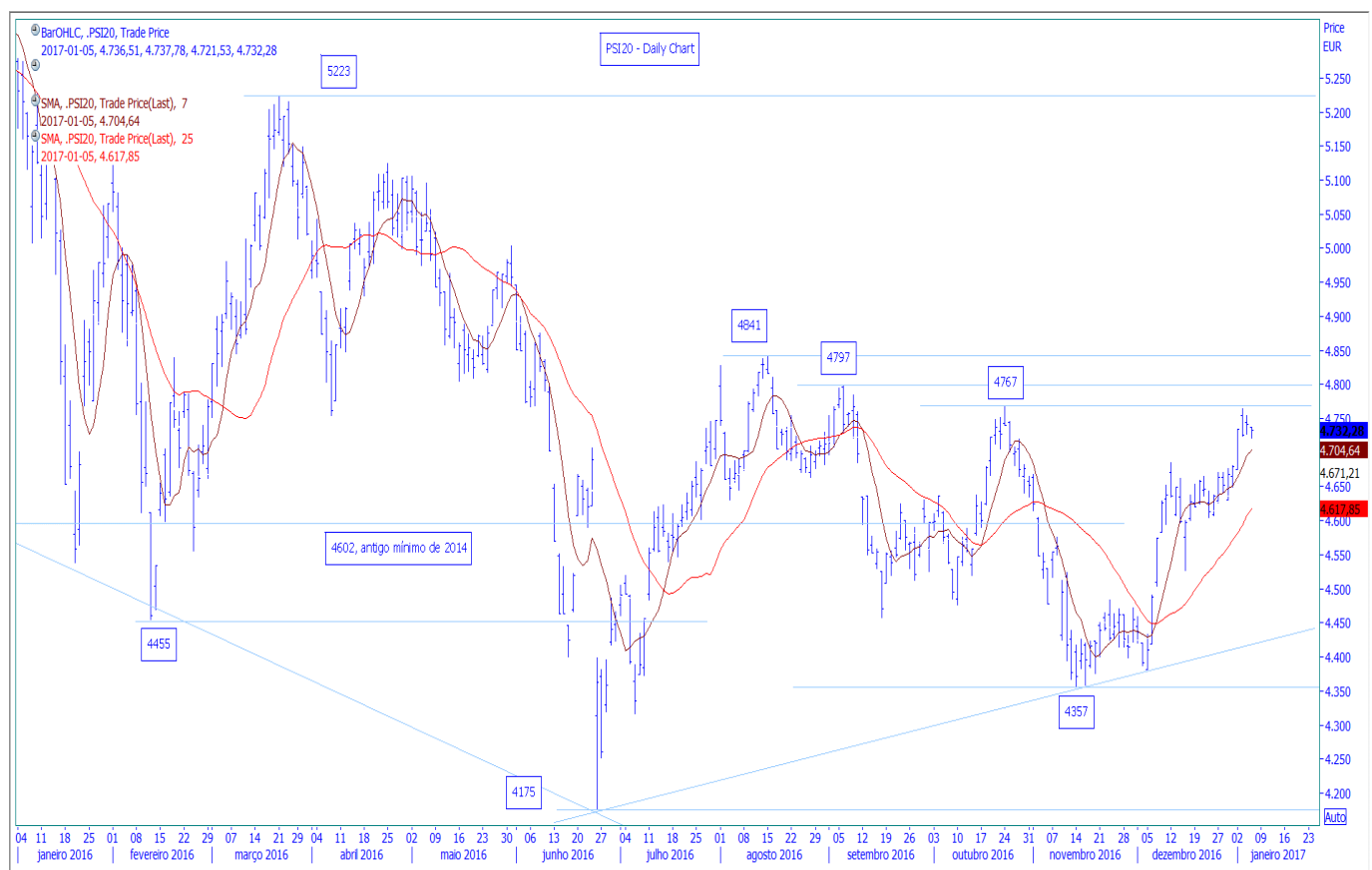
FTSE 100 registou um desempenho mais positivo que o Stoxx 600, apesar da decisão favorável ao Brexit

(base 100=Jan.2016)



■ **Para 2017 continuamos a prever um desempenho anémico das bolsas europeias, apesar de se manter um grande potencial de valorização em relação a outras regiões.** Os desafios que o continente europeu terá pela frente este ano podem despoletar um ambiente de incerteza e impedir novos máximos ao longo de 2017. As questões políticas serão um foco de incerteza e instabilidade (incluindo o calendário eleitoral e a forma como o processo de negociação da saída do Reino Unido da União Europeia se irá proceder), o que poderá impedir que os índices europeus valorizem e se aproximem dos máximos de 2015; ao mesmo tempo, é possível que a volatilidade e a aversão ao risco aumentem. Outro foco de inquietação prende-se com o sector bancário, com destaque para os desenvolvimentos em Itália. A influenciar positivamente poderá estar a evolução cambial: a depreciação do euro pode potenciar as exportações das empresas da área do euro e aumentar as vendas. O efeito será particularmente positivo no caso das empresas exportadoras que facturem em dólares.

PSI 20 - Na perspectiva da Análise Técnica



MERCADOS

› MERCADOS ACCIONISTAS

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

▣ **No caso da bolsa portuguesa, o desempenho deverá ser influenciado, essencialmente, por factores externos, dada a vulnerabilidade do país ao sentimento de mercado.** O agravamento da percepção de risco do país pode atirar novamente o PSI20 para um cenário desfavorável, condicionado ainda pela reduzida capacidade de atrair o interesse dos investidores. Ao mesmo tempo, a redução da compra de activos por parte do BCE no que diz respeito a Portugal pode aumentar os custos de financiamento das empresas portuguesas, já francamente alavancadas, e afectar negativamente a cotação das mesmas. O peso da banca no índice português e os desafios que o sector actualmente enfrenta, a par da significativa influência da percepção do risco país na performance accionista e do fraco volume transaccionado podem colocar problemas na captação de investimento e no desempenho bolsista. Se a percepção alterar positivamente e os problemas na banca portuguesa forem considerados ultrapassados há maior potencial de regresso de investidores não residentes, o que daria um impulso expressivo ao índice, dado o contexto actual de valores historicamente muito baixos. Nota ainda para casos de sucesso na bolsa portuguesa, de empresas com potencial de crescimento e boa estratégia.

▣ A actuação dos bancos centrais deverá continuar a ser um factor de *performance* para as bolsas mundiais, como aconteceu ao longo de 2016. A política monetária expansionista assumida pelo Banco Central Europeu e pelo Banco do Japão poderá continuar a impulsionar as bolsas em sentido ascendente, mas o início do *tapering* por parte do BCE pode levar a novas correcções.

▣ **No caso dos EUA, uma política de normalização de juros mais agressiva, acompanhando uma maior pujança económica, deverá levar a maior dispersão do investimento.** Em sentido positivo para as acções norte-americanas poderão contribuir as políticas de impulso de Trump, nomeadamente a redução dos impostos aplicados às empresas. Ao mesmo tempo, outro factor positivo para as bolsas dos EUA poderá ser a manutenção de um cenário de recuperação contínua dos preços do petróleo, beneficiando, em larga medida, as empresas do sector energético. No entanto, apesar de alguns factores puderem impulsionar as bolsas norte-americanas a testar novos máximos, importa ter em conta que a Fed deverá continuar a adoptar medidas de normalização da política monetária e que os índices norte-americanos negociam já em máximos, tornando os títulos menos atractivos em comparação com os seus pares europeus ou japoneses. Adicionalmente, é possível que as expectativas em torno das medidas de impulso económico atribuídas ao novo Presidente dos EUA possam já estar incorporadas nos preços das acções norte-americanas.

, MERCADO DE COMMODITIES

MERCADOS

CONSOLIDAÇÃO DA RECUPERAÇÃO DOS PREÇOS EM PERSPECTIVA

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

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

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

Variação acumulada dos principais preços

(preço em dólares da unidade de transacção)

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

Fonte: Bloomberg

OPEP - novas quotas em 2017

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

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

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

Previsões BPI - valor médio

(dólares por barril)

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

Fonte: Banco BPI

□ Na energia, nomeadamente no petróleo, preços mais suportados foram alcançados com o acordo efectuado entre a OPEP e alguns países não OPEP com vista à redução da produção diária, no final do ano. A OPEP acordou um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurou uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) em países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo). No entanto há que referir que quando foi decidido cortar a produção, em Novembro, o cartel alcançou o valor recorde de produção de 34.2 mb/d (mais 300 kb/d do que em Outubro). A produção em 2016 esteve 1.4 mb/d acima da ocorrida no ano anterior. Como maior produtor e detentor de maior capacidade produtiva, a Arábia Saudita acedeu proceder a um corte de 486 kb/d, para 10.1 mb/d, ou seja, um corte de cerca de 5%. Seguem-se o Iraque (2º maior produtor da OPEP) e os Emirados Árabes Unidos (com a 4ª posição) com cortes de 210 kb/d e 139 kb/d, respectivamente (igualmente cortes de cerca de 5%). O novo

MERCADOS

MERCADO DE COMMODITIES

CONSOLIDAÇÃO DA RECUPERAÇÃO DOS PREÇOS EM PERSPECTIVA (CONT.)

limite para o Iraque é 4.4 mb/d e para os Emirados Árabes Unidos 2.9 mb/d. O Irão (3º produtor), como já se referiu, foi-lhe permitido aumentar a produção para 3.8 mb/d, mais 90 kb/d. Acredita-se que levará algum tempo para que as novas regras sejam implementadas e surtam efeitos ao nível de um maior equilíbrio entre a oferta e a procura, com repercussão positiva nos preços. Há que contar ainda com os altos níveis de stocks que se foram acumulando ao longo do ano, embora se note já uma paragem nesse movimento. Se o crescimento económico mundial em 2017 for superior ao de 2016, e é o que indicam as previsões dos principais organismos internacionais, o consumo de petróleo deverá aumentar (também é a perspectiva da Agência Internacional de Energia) e começar a balancear o mercado de forma mais ajustada. Desta forma, a confirmação de uma tendência de subida deverá ser uma realidade.

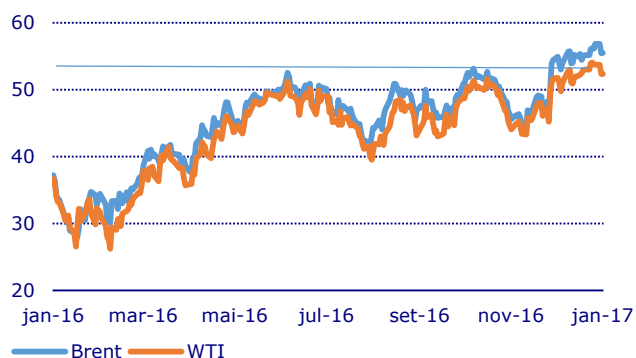
□ **Em resultado da subida das taxas de juro nos EUA e da apreciação do dólar, a atracção do ouro como activo perdeu fundamento, o que levou à queda expressiva do preço. Acentuou a tendência o facto de ter sido testado e quebrado o ponto de suporte nos \$1200 onça/troy.** Mas em 2016 verificou-se tanto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

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

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

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

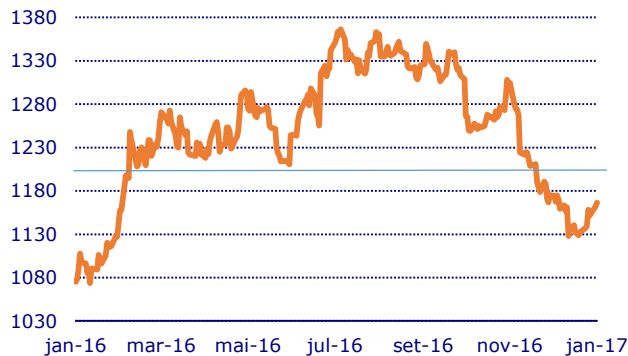
(USD por barril)



Fonte: Bloomberg, BPI

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

(USD por onça troy)



Fonte: Bloomberg, BPI

Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ/PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
E.U.A.	1.2	2.2	2.1	-3.9	-3.5	-3.7	96.4	96.9	97.5	-2.6	-2.7	-2.8	4.9	4.7	4.6	1.5	2.1	2.3
Japão	-0.3	0.4	0.5	-5.5	-5.3	-4.7	248.9	252.9	255.4	3.7	3.5	3.4	3.2	3.1	3.0	0.7	0.9	0.8
UE	0.3	1.6	1.7	-2.0	-1.7	-1.6	86.0	85.1	83.9	2.1	2.1	2.2	8.6	8.3	7.9	1.8	1.6	1.8
UEM	0.2	1.4	1.5	-1.9	-1.7	-1.6	91.2	90.2	89.5	3.4	3.1	2.9	10.2	9.7	9.3	1.6	1.4	1.5
Alemanha	0.4	1.5	1.7	0.5	0.2	0.3	68.3	66.0	63.7	8.9	8.3	8.0	4.7	4.7	4.7	1.8	1.4	1.6
França	0.3	1.3	1.5	-3.3	-3.1	-2.9	96.9	97.5	97.9	-1.2	-1.1	-1.2	9.9	9.6	9.2	1.2	1.2	1.6
Itália	-0.1	1.1	1.4	-2.5	-2.4	-2.2	132.6	132.8	132.6	2.5	2.0	1.7	11.5	11.3	11.0	0.8	0.7	0.9
Espanha	-0.4	1.4	1.5	-4.4	-3.5	-3.0	99.9	99.8	99.5	1.6	1.4	1.4	19.8	18.2	16.9	3.1	2.2	2.0
Holanda	0.1	1.2	1.3	-1.0	-0.6	-0.4	63.4	62.0	60.5	8.7	8.4	7.9	6.6	6.2	5.9	1.9	1.8	1.7
Bélgica	1.8	1.8	1.7	-2.9	-2.4	-2.0	106.5	106.0	104.7	1.0	1.4	1.5	8.1	7.9	7.7	1.2	1.4	1.6
Áustria	0.9	1.8	1.7	-1.5	-1.3	-1.1	84.0	82.1	80.5	2.7	2.6	2.8	6.0	6.2	6.1	1.5	1.4	1.5
Finlândia	0.4	1.2	1.4	-2.5	-2.5	-2.0	65.1	66.6	67.3	-0.8	-0.6	-0.3	9.0	8.7	8.6	1.1	1.0	1.2
Grécia	0.0	0.8	1.0	-3.2	-2.3	-1.3	180.6	179.3	176.9	0.6	0.8	0.8	23.5	22.5	21.3	-0.1	1.6	2.1
Irlanda	-0.4	0.7	1.0	2.6	-0.1	2.9	72.1	70.5	69.0	9.5	8.8	8.6	8.2	7.5	7.2	3.9	3.6	3.5
Reino Unido	0.7	2.6	2.9	-3.4	-3.0	-2.3	87.4	86.9	85.8	-5.4	-4.5	-3.6	4.9	5.2	5.6	2.0	0.9	1.1
Suécia	1.0	1.6	2.1	0.8	0.8	1.8	41.3	40.0	38.1	4.4	4.0	4.0	6.9	6.8	7.0	3.1	2.2	2.2
Dinamarca	0.3	1.1	1.4	3.4	3.0	3.8	40.0	40.2	42.1	7.1	6.7	7.0	6.1	5.9	5.7	1.0	1.4	1.3
Luxemburgo	0.1	1.5	1.8	1.2	0.2	0.2	22.9	23.2	23.8	5.0	5.0	5.3	6.3	6.2	6.2	3.6	3.7	3.5
Suíça	-0.4	0.5	0.6	2.4	2.3	3.0	44.9	43.4	42.3	8.8	8.6	8.3	3.4	3.4	1.9	1.5	1.3	1.6
Portugal	0.7	1.2	1.4	-2.6	-2.3	-1.9	129.6	128.9	124.3	1.2	1.1	1.5	11.3	10.5	10.3	1.1	1.3	1.6

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

Mercados Emergentes

	Taxa de inflação			Crescimento PIB			Taxa de Desemprego			Dívida pública / PIB			Saldo Orçamental/ PIB			BTC/PIB			Dívida Externa/PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Brasil	8.8	5.1	4.7	-3.5	0.8	2.2	11.4	11.9	11.6	78.3	82.4	85.2	-9.1	-8.9	-8.3	-1.1	-1.4	-1.8	38.4	35.3	34.4
México	2.8	3.9	3.5	2.1	1.7	2.2	4.0	4.1	4.2	56.0	56.1	55.8	-3.0	-2.5	-2.5	-3.3	-3.0	-2.8	42.0	42.4	42.7
Argentina	39.9	23.7	16.4	0.5	3.0	3.5	9.1	8.6	8.5	51.8	50.7	51.2	-5.2	-5.7	-5.4	-2.5	-2.8	-2.8	31.7	32.5	33.8
Chile	3.8	2.9	3.0	1.7	2.0	2.5	6.5	7.0	6.2	20.4	23.3	25.0	-2.9	-3.0	-2.8	-1.9	-1.9	-1.9	64.7	68.3	69.0
R. Checa	0.6	1.8	2.0	2.5	2.5	2.6	5.5	4.9	5.1	39.8	38.8	37.8	0.0	-0.5	-0.5	1.9	1.0	0.8	71.2	71.2	71.7
Polónia	-0.6	1.5	1.9	2.7	3.1	3.2	9.0	8.1	7.8	52.4	53.2	53.5	-2.6	-3.0	-3.0	-0.3	-1.0	-1.4	69.7	67.4	64.3
Hungria	0.4	2.0	2.7	2.0	2.6	2.7	5.3	5.0	4.8	75.3	75.1	74.1	-1.8	-2.5	-2.4	5.2	4.0	3.8	103.4	96.3	86.4
Rússia	7.1	5.0	4.4	-0.5	1.1	1.5	5.7	5.6	5.5	17.1	17.9	18.6	-3.7	-3.0	-2.0	2.2	3.0	2.5	39.1	34.9	34.2
China	2.0	2.2	2.2	6.7	6.4	6.1	4.1	4.1	4.1	46.3	49.9	52.6	-3.0	-3.5	-3.5	2.4	2.1	1.9	10.2	9.6	9.8

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

Previsões Económicas BPI - EUA&UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
EUA	1.6%	2.5%	2.3%	1.3%	2.5%	2.0%
Zona Euro	1.7%	1.6%	1.7%	0.2%	1.3%	1.5%

Fonte: Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI.
Nota: * Taxa de Variação Média; IPCH para a Zona Euro.
Indica-se a laranja, as alterações recentes.

Previsões Económicas BPI - Portugal

	2016	2017	2018
Consumo privado	2.0	1.4	1.4
Consumo público	0.5	0.1	0.5
Formação Bruta de Capital	-2.7	0.8	3.3
Exportações	4.0	3.5	2.5
Importações	3.1	2.3	2.5
PIB	1.3	1.5	1.5
Défice Orçamental (PDE)	2.7	2.5	2.5
Taxa de inflação média	0.6	1.2	1.5
Taxa média de desemprego	11.4	11.0	10.7

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

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

09.Jan.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.05	1.04	1.03	1.05	1.05
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.04	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	116.63	115.00	115.00	116.00	116.00
USD/JPY (Prev. BPI)	-	118.00	120.00	123.00	120.00
EUR/JPY	123.04	120.00	120.00	121.00	121.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	122.72	120.00	129.15	132.00
EUR/GBP	0.86	0.85	0.85	0.86	0.86
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.87	0.88	0.90	0.95
EUR/CHF	1.07	1.08	1.08	1.10	1.10
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.07	1.08	1.09	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

Taxas de Juro

09.Jan.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	-0.32%	-0.32%	-0.31%	-0.30%	-0.26%	-133	-138	-153	-165	-200
EUR (Prev. BPI)	-	-0.32%	-0.31%	-0.30%	-0.26%	-	-132	-136	-145	-171
USD	1.01%	1.06%	1.22%	1.35%	1.74%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	1.05%	1.10%	1.20%	1.50%	-	-	-	-	-
JPY	-0.03%	-0.04%	-0.04%	-0.04%	-0.05%	-104	-110	-126	-139	-179
JPY (Prev. BPI)	-	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-	-106	-111	-121	-151
GBP	0.37%	0.37%	0.36%	0.37%	0.43%	-64	-69	-86	-98	-131
GBP (Prev. BPI)	-	0.38%	0.35%	0.35%	0.40%	-	-62	-70	-83	-115
CHF	-0.73%	-0.78%	-0.78%	-0.78%	-0.79%	-174	-184	-200	-213	-253
CHF (Prev. BPI)	-	-0.74%	-0.75%	-0.75%	-0.75%	-	-174	-180	-190	-220
Taxas de juro 10 A										
POR	4.05%	4.07%	4.35%	4.50%	4.75%	164	167	183	189	195
POR (Prev. BPI)	-	4.07%	4.35%	4.50%	4.75%	-	157	160	150	125
ALE	0.28%	0.35%	0.40%	0.50%	0.62%	-213	-205	-212	-211	-218
ALE (Prev. BPI)	-	0.27%	0.35%	0.50%	0.75%	-	-223	-240	-250	-275
EUA	2.41%	2.40%	2.52%	2.61%	2.80%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.50%	2.75%	3.00%	3.50%	-	-	-	-	-
JAP	0.06%	0.00%	0.00%	0.01%	0.04%	-235	-240	-252	-260	-276
JAP (Prev. BPI)	-	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	-	-244	-269	-294	-344
RU	1.37%	1.47%	1.51%	1.54%	1.62%	-104	-93	-101	-107	-118
RU (Prev. BPI)	-	1.38%	1.40%	1.40%	1.50%	-	-112	-135	-160	-200
SUI	-0.20%	-0.22%	-0.19%	-0.07%	0.15%	-260	-262	-271	-268	-265
SUI (prev. BPI)	-	-0.20%	-0.20%	-0.05%	-0.05%	-	-260	-285	-305	-355

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 09-Jan-17	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
Bancos Centrais G-7						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0.25%-0.5%	0.5%-0.75%	14-Dez-15 (+25/+25 pb)	01-fev-17	Sem alteração
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.05%	0.00%	10-Mar-16 (-5 pb)	19-jan-17	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>Balance Rate</i>	0.10%	-0.10%	29-Jan-16 (-10 pb)	31-jan-17	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	0.50%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	18-jan-17	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.25%	4-Ago-16 (-25 pb)	02-fev-17	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	-0.0075	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	16-mar-17	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	-0.35%	-0.50%	17-Fev-16 (-15 bp)	15-fev-17	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	0.75%	0.50%	17-Mar-16 (+25 pb)	16-mar-17	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.05%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.00%	1.50%	2-Ago-16 (-25 pb)	07-fev-17	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	14.25%	13.75%	30-Nov-16 (-25 bp)	11-jan-17	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.25%	5.75%	15-Dez-16 (+50 pb)	09-fev-17	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	1.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	11-jan-17	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	1.35%	0.90%	25-Mai-16 (-15pb)	24-jan-17	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	02-fev-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.Jan.17

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.21	3.40	3.45	3.50	3.50
USD/MXN	21.34	21.00	20.95	21.00	21.00
USD/ARS	15.82	16.40	16.75	17.25	17.25
EUR/CZK	27.02	27.00	27.00	26.82	26.82
EUR/PLN	4.36	4.40	4.40	4.35	4.35
EUR/HUF	307.44	312.67	312.00	310.00	310.00
USD/RUB	59.11	63.00	63.70	63.00	63.00
USD/CNY	6.93	7.00	7.08	7.10	7.10

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

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

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

Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

09.Jan.17

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de juro de curto-prazo										
BRL	13.75%	12.90%	12.05%	11.30%	10.45%	1274	1184	1083	995	871
MXN	5.75%	5.70%	6.05%	6.05%	6.45%	474	464	483	470	471
ARS	19.20%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1819	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.28%	0.28%	0.28%	0.31%	0.41%	-73	-78	-94	-104	-133
PLN	1.63%	1.73%	1.73%	1.73%	1.86%	62	67	51	38	12
HUF	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%	1.00%	-11	-16	-32	-45	-74
RUB	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	999	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
CNY	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.30%	334	329	313	300	256
Taxas de juro 10 A										
BRL	11.39%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	302	-	-	-	-
MXN	7.75%	7.35%	7.50%	7.50%	7.50%	238	-	-	-	-
ARS	7.78%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	475	-	-	-	-
CZK	0.42%	0.65%	0.69%	0.79%	1.24%	17	-	-	-	-
PLN	3.66%	3.31%	3.33%	3.39%	3.81%	341	-	-	-	-
HUF	3.23%	3.30%	3.30%	3.35%	3.48%	298	-	-	-	-
RUB	9.63%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	143	-	-	-	-
CNY	3.19%	3.00%	3.09%	3.12%	3.20%	294	-	-	-	-

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

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

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

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Janeiro e Fevereiro 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 Pregos de Futuros de *Commodities*

Endividamento do Sector Privado

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

Fonte: Eurostat, OCDE.

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

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

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

EUA	4	Publicação das actas da reunião de 14 de Dezembro
EUA	6	Congresso confirma e formaliza o voto presidencial efectuado pelo Colégio Eleitoral
Zona Euro	19	Reunião de política monetária do BCE
EUA	20	Tomada de posse do Presidente Donald Trump
EU	24	Reunião Ecofin dos ministros das finanças da União Europeia
Japão	31	Reunião de política monetária do BOJ

Fevereiro 2017

EUA	1	Decisão de política monetária do FOMC
Reino Unido	2	Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra
EUA		Testemunho Humphrey-Hawkins

Notas: () - Este calendário não pretende conter uma enumeração exaustiva de todos os acontecimentos futuros na Europa, Japão e América do Norte, mas sim listar alguns dos eventos que possam ter um impacto significativo nos mercados financeiros.*

Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

	2014			2015			2016					2017		
	Jan..	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Contas Nacionais (Base 2010)														
PIB	0.9%	-	-	0.9%	-	0.9%	-	-	-	1.6%	-	-	-	-
Consumo privado	2.3%	-	-	2.5%	-	1.6%	-	-	-	1.9%	-	-	-	-
Consumo público	-0.5%	-	-	1.3%	-	0.7%	-	-	-	0.5%	-	-	-	-
Investimento	5.1%	-	-	-2.1%	-	-2.3%	-	-	-	-3.1%	-	-	-	-
Exportações	4.3%	-	-	3.4%	-	1.8%	-	-	-	5.4%	-	-	-	-
Importações	7.8%	-	-	4.7%	-	1.4%	-	-	-	3.5%	-	-	-	-
Preços e salários														
Taxa de inflação média (%)	-0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	-0.4	0.4	0.8	0.4	0.5	0.3	0.6	0.7	0.6	0.9	0.6	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	-0.3	0.3	0.7	0.2	0.5	0.4	0.7	0.8	0.7	1.1	0.5	-	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	-1.3	-0.1	0.2	-0.5	-0.4	-0.7	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.1	-	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	1.1	0.9	1.3	1.1	1.7	1.8	1.6	1.4	1.5	2.3	1.2	-	-	-
Var. de salários sector priv. (taxa anualizada; %)	1.0	1.2	1.2	-	4.1	3.3	2.1	1.4	1.4	-	-	-	-	-
Nível de actividade														
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	0.2	1.8	1.7	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	-1.1	0.8	0.6	2.0	-0.3	3.1	-1.7	1.2	-1.1	1.7	1.0	-0.5	1.6	-
Índice de confiança na indústria	-2.8	-2.2	0.7	-0.3	-2.4	-2.1	-1.4	-0.3	-1.8	-3.2	-1.8	0.5	1.0	0.6
Índice de confiança dos consumidores	-15.8	-10.9	-9.7	-14.2	-12.5	-12.2	-12.1	-14.1	-13.5	-13.9	-12.6	-10.8	-7.7	-5.3
Índice de confiança no sector da construção	-39.0	-34.7	-33.4	-34.3	-33.1	-33.3	-32.7	-33.4	-32.0	-32.0	-29.6	-30.1	-30.2	-28.6
Índice de confiança no comércio a retalho	-0.2	2.1	-1.4	-0.1	-0.3	0.4	-0.2	-0.2	0.6	1.0	1.3	3.1	2.9	1.4
Vendas a retalho (tvh)	2.7	-0.6	0.2	4.1	1.5	2.3	0.5	3.9	4.0	3.0	2.9	3.9	4.3	-
Vendas de automóveis (tvh)	37.9	10.3	17.7	26.0	31.8	6.4	13.6	10.9	0.6	12.8	10.6	8.9	23.5	-
Vendas de cimento (tvh)	-9.2	7.3	-15.8	1.7	-8.5	-8.7	-2.0	-2.1	-12.6	0.0	-3.0	-3.8	0.8	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	10.5	7.5	9.9	15.8	21.4	6.3	8.5	9.5	7.7	4.2	7.3	12.4	-	-
Taxa de desemprego (%)	13.5	12.2	-	-	12.4	-	-	10.8	-	-	10.5	-	-	-
Exterior														
Balança corrente (ytd; M.E.)	110.3	754.9	-368.6	-788.8	-392.4	-403.2	-1331.1	-1540.0	-486.0	4.2	216.8	1031.7	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-10780.1	-10400.6	-688.4	-1376.8	-2439.1	-3168.7	-4103.3	-5027.3	-5608.6	-6783.3	-7710.2	-8580.5	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	1.6	3.7	-2.6	-0.4	-1.5	-1.7	-1.4	-1.5	-2.0	-1.3	-0.4	-0.7	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	4.1	4.3	-1.5	1.3	0.6	0.8	1.1	1.1	0.4	1.1	1.8	1.2	-	-
Importações mercadorias (tvh)	3.5	2.2	-1.7	1.5	1.0	-0.9	-1.5	-1.4	-2.2	-0.9	-0.5	-0.6	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	6.3	7.0	4.7	5.9	5.2	4.1	4.6	4.4	3.3	4.4	4.3	3.7	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	3013.5	2929.7	-681.8	-1372.8	-479.1	-63.1	-646.9	-1090.5	540.9	1457.3	1462.3	2806.8	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	7146.7	-377.4	72.9	381.4	678.2	884.0	982.7	1438.1	1658.6	2122.6	1846.7	2158.9	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	9836.2	577.7	404.8	1488.7	2672.3	2594.0	3211.5	4317.2	4617.8	5216.4	4695.9	5111.4	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	4475.1	-9297.1	-1787.9	-1956.3	-1368.6	-1703.7	-1899.2	-337.4	518.7	840.2	-239.6	383.2	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	1233.8	-11017.0	-1514.3	2677.5	-55.9	746.8	1346.9	3709.2	4850.6	2000.1	1593.6	5023.9	-	-
Finanças públicas														
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	13,305.0	8,537.0	-304.0	-250.0	353.0	1,276.0	125.0	2,692.0	5,167.0	4,394.0	3,877.0	5,586.0	-	-

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) tvh - taxa de variação homóloga

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

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2014			2015			2016							2017		
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.		
Matérias Primas																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	55.76	35.75	33.2	35.94	38.72	46.36	48.31	48.42	41.01	46.18	47.71	46.69	49.86	55.41	-	
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-11.2	-4.9	-13.9	-12.9	-8.5	-4.2	-3.9	-4.5	-1.1	6.0	6.9	4.2	14.4	13.3	-	
Custos laborais																
EUA	2.7	2.7	-	-	2.4	-	-	3.1	-	-	3.0	-	-	-	-	
Zona Euro	1.2	1.6	-	-	1.6	-	-	1.0	-	-	1.5	-	-	-	-	
Japão	0.9	0.0	0.0	0.7	1.5	0.0	-0.1	1.4	1.2	0.0	-4.5	0.1	0.2	-	-	
Taxas de juro de curto prazo																
EUA	0.26	0.61	0.61	0.63	0.63	0.64	0.69	0.65	0.76	0.84	0.85	0.88	0.93	1.00	-	
Zona Euro	0.06	-0.13	-0.18	-0.22	-0.25	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.32	-0.32	-0.33	-0.34	-	
Japão	0.11	0.08	0.05	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01	-0.03	-0.03	-0.03	-0.07	-0.05	-	
Taxas de juro de longo prazo																
EUA	2.17	2.27	1.92	1.73	1.77	1.83	1.85	1.47	1.45	1.58	1.59	1.83	2.38	2.44	-	
Alemanha	0.54	0.63	0.33	0.11	0.15	0.27	0.14	-0.13	-0.12	-0.07	-0.12	0.16	0.28	0.21	-	
Japão	0.33	0.27	0.10	-0.06	-0.03	-0.08	-0.11	-0.22	-0.19	-0.06	-0.09	-0.05	0.03	0.05	-	
Taxas de câmbio efectivas																
EUA (+ valorização;-depreciação)	8.4	10.7	10.8	8.5	4.4	3.7	5.7	5.2	4.2	1.3	1.3	3.2	4.0	4.5	-	
Zona Euro	-5.2	-5.6	1.1	1.2	5.6	3.5	3.7	3.0	3.9	1.4	1.3	3.5	4.4	1.9	-	
Japão	-7.9	6.9	5.7	10.9	9.2	10.6	16.5	24.2	21.1	19.6	18.8	18.2	12.4	7.0	-	
Preços no produtor																
EUA	-0.6	-2.7	-1.2	-2.0	-2.3	-1.5	-2.2	-2.0	-2.0	-2.1	-0.1	0.6	0.5	-	-	
Zona Euro	-2.7	-2.9	-2.9	-4.1	-4.1	-4.4	-3.8	-3.1	-2.6	-1.9	-1.5	-0.4	0.1	-	-	
Japão	1.8	-3.6	-3.3	-3.5	-3.9	-4.3	-4.4	-4.3	-4.0	-3.6	-3.2	-2.7	-2.2	-	-	
Preços no consumidor																
EUA	0.8	0.7	1.4	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0	0.8	1.1	1.5	1.6	1.7	-	-	
Zona Euro	-0.2	0.2	0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	-	
Japão	2.4	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.3	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	0.5	-	-	
Massa monetária																
EUA (M2)	5.9	5.7	6.2	5.8	6.2	6.4	6.7	6.9	7.0	7.3	7.4	7.9	7.8	-	-	
Zona Euro (M3)	3.8	4.7	5.1	5.0	5.2	4.8	4.9	5.1	5.1	5.1	5.1	4.4	4.8	-	-	
Japão (M2)	3.6	3.0	3.2	3.1	3.2	3.4	3.4	3.5	3.4	3.3	3.5	3.7	4.0	-	-	

Fontes: IEA market report; Economist, UE, FMI, OCDE, Bdp, Bloomberg.
Nota: taxas de variação homóloga, excepto quando indicado o contrário.

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

	2014	2015												2016												2017		
		Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.													
Crescimento do Produto																												
EUA (anualizado)	2.3	0.9	-	-	0.8	-	-	1.4	-	-	3.5	-	-	-	-	-	-											
Zona Euro (q/q)	0.4	0.5	-	-	0.5	-	-	0.3	-	-	0.3	-	-	-	-	-	-											
Japão (q/q)	0.5	-0.4	-	-	0.7	-	-	0.5	-	-	0.3	-	-	-	-	-	-											
Desemprego																												
EUA	5.6	5.0	4.9	4.9	5.0	5.0	4.7	4.9	4.9	4.9	4.9	4.8	4.6	4.7	-	-	-											
Zona Euro	11.3	10.4	10.4	10.3	10.2	10.2	10.1	10.1	10.0	10.0	9.9	9.8	-	-	-	-	-											
Japão	3.4	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.0	3.1	3.0	3.0	3.1	-	-	-	-											
Confiança das Empresas																												
EUA - Índice de confiança PME	100.3	95.2	93.9	92.9	92.6	93.6	93.8	94.5	94.6	94.4	94.1	94.9	98.4	-	-	-	-											
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)	-4.9	-1.9	-3.1	-4.1	-4.1	-3.6	-3.7	-2.8	-2.6	-4.3	-1.8	-0.6	-1.1	0.1	-	-	-											
Japão - Índice Tankan (global)	15.0	18.0	-	-	17.0	-	-	17.0	-	-	16.0	-	-	16.0	-	-	-											
Confiança dos Consumidores																												
EUA - Índice da Universidade de Michigan	93.6	92.6	92.0	91.7	91.0	89.0	94.7	93.5	90.0	89.8	91.2	87.2	93.8	98.2	-	-	-											
Índice do Conference Board	93.1	96.3	97.8	94.0	96.1	94.7	92.4	97.4	96.7	101.8	103.5	100.8	109.4	113.7	-	-	-											
Zona Euro - Índice do Eurostat	-11.0	-5.7	-6.3	-8.8	-9.7	-9.3	-7.0	-7.2	-7.9	-8.5	-8.2	-8.0	-6.2	-5.1	-	-	-											
Japão - Índice do ESRI	38.3	41.8	42.1	39.7	41.6	40.7	41.5	42.5	41.6	42.6	43.0	42.0	40.5	-	-	-	-											
Indicador Avançado da OCDE																												
EUA	109.9	110.7	110.8	111.0	111.1	111.3	111.5	111.7	111.8	111.9	112.0	-	-	-	-	-	-											
Zona Euro	102.5	103.9	103.9	104.0	104.0	104.1	104.1	104.2	-	-	-	-	-	-	-	-	-											
Japão	103.0	103.4	103.4	103.5	103.5	103.5	103.5	103.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-											
Indicador da Actividade Industrial																												
EUA - ISM manufaturas	54.9	48.0	48.2	49.5	51.8	50.8	51.3	53.2	52.6	49.4	51.5	51.9	53.2	54.7	-	-	-											
PMI manufaturas	50.6	53.2	52.3	51.2	51.6	51.7	51.5	52.8	52.0	51.7	52.6	53.5	53.7	54.9	-	-	-											
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	101.9	101.6	102.8	101.9	102.3	103.2	101.9	102.9	103.1	103.3	103.3	103.5	-	-	-	-	-											
Produção Industrial (t.v.h.)																												
EUA	3.5	-2.3	-1.4	-1.4	-2.0	-1.4	-1.3	-0.6	-0.9	-1.1	-1.0	-0.8	-0.6	-	-	-	-											
Zona Euro	1.0	0.8	3.6	0.8	-0.2	1.9	0.5	0.8	-0.4	2.5	1.4	0.6	-	-	-	-	-											
Japão	-0.1	-2.1	-4.2	-1.2	0.2	-3.3	-0.4	-1.5	-4.2	4.5	1.5	-1.4	4.6	-	-	-	-											
Vendas a Retalho (t.v.h.)																												
EUA	3.6	2.8	2.8	3.6	1.7	3.0	2.2	2.8	2.4	2.2	3.3	4.2	3.8	-	-	-	-											
Zona Euro	3.2	2.5	2.2	2.4	2.0	1.7	2.0	1.8	2.0	1.2	1.1	2.7	2.2	-	-	-	-											
Japão	-1.4	-3.1	-4.3	-2.7	-5.1	-4.0	-5.2	-5.5	-5.3	-3.3	-4.7	-4.7	-0.5	-	-	-	-											
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																												
EUA	-752.2	-762.6	-63.7	-129.0	-186.3	-244.7	-307.2	-373.0	-433.4	-493.6	-550.7	-613.9	-680.6	-	-	-	-											
Zona Euro	182.0	238.6	236.9	236.2	245.9	253.0	259.3	263.9	259.1	266.4	274.2	271.0	-	-	-	-	-											
Japão	-12,874.9	-2,739.1	138.8	293.5	556.9	930.3	1,168.4	1,511.0	1,808.9	2,171.0	2,508.4	2,975.2	3,511.2	-	-	-	-											

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

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

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
02-dez-16	1.0642	121.20	0.8430	1.0751	113.89
05-dez-16	1.0702	122.32	0.8417	1.0797	114.30
06-dez-16	1.0734	122.28	0.8421	1.0833	113.92
07-dez-16	1.0730	122.42	0.8510	1.0834	114.09
09-dez-16	1.0559	121.48	0.8394	1.0756	115.05
12-dez-16	1.0596	122.69	0.8390	1.0772	115.79
13-dez-16	1.0610	122.27	0.8349	1.0742	115.24
14-dez-16	1.0644	122.39	0.8396	1.0747	114.98
15-dez-16	1.0419	123.03	0.8360	1.0733	118.08
16-dez-16	1.0439	123.38	0.8389	1.0751	118.19
19-dez-16	1.0422	122.19	0.8414	1.0709	117.24
20-dez-16	1.0364	122.43	0.8398	1.0687	118.13
21-dez-16	1.0421	122.31	0.8424	1.0689	117.37
22-dez-16	1.0444	122.86	0.8465	1.0706	117.64
23-dez-16	1.0446	122.60	0.8528	1.0711	117.37
27-dez-16	1.0445	122.61	0.8530	1.0754	117.39
28-dez-16	1.0401	122.39	0.8513	1.0714	117.67
29-dez-16	1.0453	122.04	0.8530	1.0714	116.75
30-dez-16	1.0541	123.40	0.8562	1.0739	117.07

Var. Mês %	-0.95	1.82	1.56	-0.11	2.79
Var. em 2016 %	-3.28	-4.92	16.00	-1.40	-1.70
Média mensal	1.0527	122.44	0.8443	1.0744	116.32

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

05.Jan.17

	O/N	1 Mês	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.41%	-0.38%	-0.34%	-0.23%	-0.09%
USD	0.69%	0.77%	1.01%	1.32%	1.69%
JPY	-0.05%	-0.04%	-0.03%	0.02%	0.13%
GBP	0.23%	0.26%	0.37%	0.54%	0.78%
CHF	-0.79%	-0.79%	-0.73%	-0.66%	-0.50%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

2016

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLPI, ICGP.
Notas: 1. Inclui apenas emissões em mercado interno de Títulos de Dívida Transacionáveis - BT's, OT's e OTRV's
2. Inclui emissões no mercado interno e externo pela Administração Central; inclui certificados de aforro.
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

09.Jan.17

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	6,566	0	9	4.350%	103.39	0.77	-0.061%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,180	1	5	4.450%	106.02	1.39	0.228%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,139	2	5	4.750%	109.79	2.29	0.671%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	3	5	4.800%	111.10	3.14	1.457%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	13,640	4	3	3.850%	107.41	3.85	2.016%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	4,581	5	9	2.200%	97.89	5.32	2.598%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,558	6	9	4.950%	110.24	5.74	3.244%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	7	1	5.650%	113.05	5.65	3.538%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	11,893	8	9	2.875%	90.89	7.60	2.920%
Ots 10 anos 16	2026-01-21	7,332	9	0	2.875%	90.89	7.64	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,915	13	1	3.875%	93.26	9.60	4.569%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,604	20	3	4.100%	92.67	12.85	4.666%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	3,000	28	1	4.100%	86.90	15.89	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

	05.01.2017	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	3,316.5	6.7	19.8	0.5	23.8	2016-02-11	-0.8	2017-01-03	5.4	14.2
DJ EURO STOXX	353.8	6.4	19.3	0.8	24.2	2016-02-11	-0.7	2017-01-03	6.3	14.6
DJ EUROPE STOXX 50	3,051.8	6.6	11.3	1.1	19.1	2016-02-11	-0.4	2017-01-03	1.1	14.9
DJ EUROPE STOXX	365.6	5.9	14.4	0.9	20.6	2016-02-11	-0.6	2017-01-03	2.9	15.3
MSCI EUROPE	1,485.2	6.1	14.3	1.1	23.6	2016-02-11	6.7	2016-11-25	8.6	n.a.
BBG US INTERNET	127.4	3.1	13.6	3.1	44.1	2016-02-08	-0.7	2016-10-05	17.4	24.9
FTSE 100	7,195.3	6.1	11.2	0.7	30.8	2016-02-11	-0.3	2017-01-05	18.4	14.5
DAX	11,584.9	7.3	23.4	0.7	32.9	2016-02-11	-0.6	2017-01-03	13.2	13.6
CAC 40	4,900.6	5.4	19.5	0.4	25.4	2016-02-11	-1.0	2017-01-03	9.0	14.5
PST-20	4,721.4	4.8	8.5	0.5	12.7	2016-06-24	-10.2	2016-01-13	-8.9	14.3
IBEX 35	9,488.2	6.8	19.8	1.5	25.3	2016-06-27	-0.6	2017-01-03	3.2	13.9
DOW JONES INDUST.	19,899.3	3.4	11.1	0.7	28.8	2016-01-20	-0.4	2016-12-20	17.7	16.7
S&P 500	2,269.0	2.6	8.1	1.3	25.4	2016-02-11	-0.4	2016-12-13	14.0	17.5
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,487.9	2.9	12.9	1.9	30.4	2016-02-11	-0.4	2016-12-27	13.5	20.7
S&P UTILITIES	542.5	0.3	11.3	0.8	32.6	2016-01-20	-1.5	2016-12-09	20.2	18.0
S&P FINANCIALS INDEX	389.7	1.7	28.5	0.8	48.3	2016-02-11	-1.4	2016-12-15	25.2	14.1
NIKKEI 225	19,454.3	6.0	26.5	1.8	30.9	2016-06-24	-0.8	2017-01-05	6.9	19.3
BOVESPA	62,071.0	1.6	19.6	3.1	67.6	2016-01-20	-4.9	2016-11-01	48.6	12.6
MSCI WORLD	1,384.3	3.6	11.1	1.5	23.9	2016-02-11	3.7	2016-11-25	11.6	n.a.
DJ EUROPE TELECOM	301.5	10.5	4.9	3.3	12.4	2016-12-02	-12.1	2016-01-08	-11.4	17.1

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	05.01.2017	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE BANK	176.0	6.2	50.1	3.6	51.7	2016-07-06	-1.2	2016-01-06	0.7	12.2
DJ EUROPE TECHNOLOGY	367.4	7.5	19.1	-0.2	24.3	2016-02-11	-1.5	2017-01-03	6.4	19.3
DJ EUROPE INDUSTRIAL	468.6	4.0	19.0	0.5	29.5	2016-02-11	-1.0	2017-01-03	12.8	17.0
DJ EUROPE INSURANCE	272.9	4.3	33.3	1.1	33.9	2016-07-06	-1.6	2016-01-06	-0.5	10.6
DJ EUROPE MEDIA	283.4	7.9	9.4	0.1	13.1	2016-06-27	-6.3	2016-01-06	-5.1	16.4
DJ EUROPE FINANCIAL	420.7	5.0	20.9	1.4	22.6	2016-06-27	-2.9	2016-01-06	-1.6	15.1
DJ EUROPE OIL&GAS	326.6	8.4	16.4	0.9	46.3	2016-01-21	-1.7	2017-01-03	28.6	15.5
DJ EUROPE UTILITY	274.4	3.9	-5.0	-1.3	7.6	2016-11-21	-10.0	2016-07-26	-8.5	13.7
DJ EUROPE AUTO	554.3	9.7	34.3	2.0	37.4	2016-07-06	-1.3	2017-01-03	5.9	8.6
DJ EUROPE CONSTRUCT	425.6	3.9	19.7	-0.2	30.0	2016-02-09	-1.6	2017-01-03	12.6	17.2
DJ EUROPE HEALTHCARE	729.2	7.9	-2.5	1.9	11.4	2016-11-04	-8.4	2016-01-06	-7.3	16.0
DJ EUROPE PR & HO GOODS	762.7	3.3	1.7	-1.5	11.7	2016-02-11	-4.5	2016-09-02	n.a.	17.9
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	239.0	7.7	14.5	0.8	16.4	2016-06-27	-9.6	2016-01-06	n.a.	15.3
DJ EUROPE BAS.RESR	401.6	1.1	38.0	0.5	108.1	2016-01-20	-5.3	2016-12-08	71.2	13.6
DJ EUROPE FOOD&BEV	615.3	6.2	-3.3	0.5	8.0	2016-12-02	-7.1	2016-09-05	-3.3	19.6
DJ EUROPE CHEMICAL	862.5	6.4	18.7	0.4	25.1	2016-02-11	-0.6	2017-01-03	n.a.	17.0
DJ EUROPE RETAIL	308.3	-0.0	9.5	-2.3	12.3	2016-06-27	-7.1	2016-03-10	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	126.5	3.0	15.2	4.2	27.6	2016-02-11	-3.1	2016-12-12	8.3	7.8
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	819.8	3.7	15.1	1.5	30.8	2016-02-08	-1.0	2016-12-27	17.4	17.0
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	660.0	1.0	5.3	1.9	23.1	2016-02-08	-1.6	2016-12-13	9.5	18.7
S&P CONSUMER STAPLES	535.0	3.1	-5.5	0.6	10.1	2016-01-20	-6.9	2016-07-14	4.2	19.7
S&P ENERGY	557.5	1.3	9.8	0.5	48.2	2016-01-20	-2.8	2016-12-13	28.5	33.0
S&P HEALTH CARE	817.6	3.6	-3.1	2.6	12.8	2016-02-08	-6.9	2016-08-01	0.3	14.8
S&P MATERIALS	317.9	0.8	11.0	1.8	38.7	2016-01-20	-1.7	2016-12-08	21.3	17.4
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	179.4	8.2	-2.0	1.6	25.9	2016-01-20	-3.3	2016-07-05	21.2	14.4

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities

	Preços							Variação				
	Peso	05.Jan.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%	193.7	194.6	189.8	190.5	173.6	193.7	-0.5%	2.1%	1.7%	11.6%	9.5%
CRB Energia												
Petróleo		53.8	47.9	47.9	47.9	47.9	47.9	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	7.4%
Heating oil		170.1	150.4	150.4	150.4	150.4	150.4	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	10.2%
Gas natural		3.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%	62.7%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1177.0	1167.6	1249.8	1367.1	1091.9	1151.7	0.8%	-5.8%	-13.9%	7.8%	10.5%
Platina		965.0	935.7	962.3	1086.9	873.7	901.6	3.1%	0.3%	-11.2%	10.4%	5.8%
Prata		16.5	16.7	17.3	20.2	14.0	16.0	-1.2%	-4.6%	-17.9%	18.4%	22.0%
CRB Agrícola												
Milho		360.8	379.0	379.0	379.0	379.0	379.0	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-8.0%
Sementes de soja		999.5	910.5	910.5	910.5	910.5	910.5	9.8%	9.8%	9.8%	9.8%	15.2%
Trigo		426.3	519.0	519.0	519.0	519.0	519.0	-17.9%	-17.9%	-17.9%	-17.9%	-25.0%
CRB Alimentares												
Cacau		2262.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	3366.0	-32.8%	-32.8%	-32.8%	-32.8%	-30.0%
Café		143.8	114.3	114.3	114.3	114.3	114.3	25.8%	25.8%	25.8%	25.8%	22.7%
Sumo de laranja		190.9	106.8	106.8	106.8	106.8	106.8	78.7%	78.7%	78.7%	78.7%	106.1%
Açúcar		20.4	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	37.8%	37.8%	37.8%	37.8%	30.8%
CRB Industriais												
Cobre		252.8	233.1	233.1	233.1	233.1	233.1	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	14.1%
Algodão		73.7	61.6	61.6	61.6	61.6	61.6	19.5%	19.5%	19.5%	19.5%	17.6%
CRB Gado												
Bovino		115.1	109.9	102.4	112.8	136.5	119.0	4.8%	12.4%	2.0%	-15.7%	-20.6%
Suíno		64.9	53.4	50.4	81.6	60.8	66.2	21.5%	28.8%	-20.5%	6.7%	-13.9%

Fonte: Bloomberg.

"Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de "milhar de milhão" para 10^9 ."

BANCO BPI. S.A.

Rua Tenente Valadim, 284
Telef.: (351) 22 207 50 00

4100 - 476 PORTO
Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 - 9º
Telef.: (351) 21 724 17 00

1269-067 LISBOA
Telefax: (351) 21 353 56 94