

Análise Mensal

09 de Dezembro de 2015

Mercados Financeiros

DIVERGÊNCIA E DEPENDÊNCIA

Paula Gonçalves Carvalho
Agostinho Leal Alves
Luisa Teixeira Felino
Teresa Gil Pinheiro
Vânia Patrícia Duarte

- ▶ As perspectivas macroeconómicas globais não têm registado alterações significativas. A visão consensual aponta para que, nas economias desenvolvidas, o crescimento económico se mantenha fraco mas com tendência crescente, a inflação em níveis próximos de zero, os bancos centrais com posturas muito acomodáticas e as políticas orçamentais também favoráveis ao crescimento. As economias emergentes continuarão a influenciar desfavoravelmente a actividade económica global, sendo a desaceleração da China o factor de maior influência. Mas em relação ao futuro sobram mais dúvidas e factores de risco do que certezas. Efectivamente, a extensão e profundidade do ciclo das *commodities*, as tendências para a taxa de inflação ou a capacidade de implementação de políticas contra cíclicas pelas economias emergentes mais afectadas (por exemplo, o Brasil, que enfrenta uma recessão profunda, para além de uma crise política) são algumas das incógnitas para o próximo ano. Entretanto, questionam-se os motivos que estão na origem da incipiente resposta das economias desenvolvidas perante alterações tão favoráveis dos termos de troca (sobretudo na UEM).
- ▶ No mercado cambial, as políticas monetárias divergentes, as expectativas relativamente à postura dos bancos centrais e a análise dos factores que condicionam essas expectativas, constituem claramente os factores condicionantes do mercado, como se constata na análise ao andamento da cotação EUR/USD durante o último mês. O euro recuperou o terreno perdido em Novembro, e regressou à fasquia de 1.09 relativamente ao dólar norte-americano. A curto prazo não parece provável que volte a testar níveis mais próximos da paridade, pois não se espera uma postura agressiva da Reserva Federal. A médio prazo, apesar da incerteza, tudo aponta para o regresso a uma situação mais equilibrada, embora não seja de excluir a possibilidade de a paridade poder vir a ser quebrada, situação que seria a nosso ver, temporária.
- ▶ A Reserva Federal deverá, finalmente, concretizar em Dezembro o primeiro aumento da sua taxa directora depois de quase 10 anos de interregno. A mensagem da Presidente da Reserva Federal numa intervenção recente perante o Congresso foi bem explícita: o banco central está atrás da curva e adiar o momento de arranque poderá ter consequências negativas. Mais importante, Yellen reafirmou que o processo de subida será muito gradual. Ao longo de 2016, esta será previsivelmente a principal preocupação das autoridades monetárias norte-americanas: assegurar que as expectativas dos investidores relativamente à sua política se mantêm ancoradas. Entretanto, na região da UEM, não se excluem novos estímulos, sobretudo se o ambiente financeiro se tornar mais penalizador para as perspectivas de crescimento e inflação (destacando-se aqui o posicionamento da moeda). Todavia, o cenário central é o de manutenção da actual política.
- ▶ O mercado de dívida pública reagiu com perdas depois da decisão do BCE: a *yield* do *Bund* de 10 anos regressou à fasquia de 0.7% (antes situara-se próximo de 0.4%) e os prémios de risco dos mercados da periferia aumentaram evidenciando a importância relativa do Programa de Compra de Activos no actual posicionamento do mercado. Nos mercados da periferia, os prémios de risco face ao *benchmark* alemão encontram-se longe dos mínimos observados durante o ano. Em 2016, os prémios de risco deverão manter-se contidos, beneficiando do suporte do BCE, mas a tendência será de algum agravamento, tendo em conta a existência de alguns factores de risco associados a eleições próximo do fim de 2015 (Espanha) ou em 2016 (Irlanda) e dada a perspectiva de que as políticas fiscais adoptarão um cariz mais expansionista.
- ▶ No mercado de *commodities*, o impacto marginal do arrefecimento da economia da China (embora bem vindo e muito controlado) continua a ter um efeito dominante. Acresce que as conclusões da reunião dos países pertencentes à OPEP sugerem também o afastamento de um cenário de cortes deliberados da produção como forma de suportar os preços. Pelo que o cenário de preços baixos, em torno dos actuais níveis, deverá persistir. Os mercados de maior risco, designadamente o mercado de dívida de empresas e os principais índices de acções reagiram negativamente pós reunião do BCE (em particular na Zona Euro), sendo esta também uma evolução normal em vésperas da esperada concretização da reversão do ciclo de taxas de juro pela Reserva Federal. Efectivamente continua a sentir-se alguma pressão sob o prémio de risco da dívida de empresas com pior risco e também sob os mercados de activos dos países emergentes mais vulneráveis (Brasil e África do Sul, designadamente).
- ▶ Esta publicação inclui a análise de vários temas, destacando-se o comportamento do crédito em Portugal, um resumo da recente decisão do BCE e um resumo das intervenções no âmbito do *European Banking Congress*, que ocorreu no passado mês de Novembro. Acresce destacar o artigo de opinião, que reúne alguma informação relativa ao sector da Indústria em Portugal. Nos próximos meses, regressaremos a este tema, que se revela de particular importância, no âmbito da estratégia de reforço das actividades e sectores transaccionáveis.



DIVERGÊNCIA E DEPENDÊNCIA

A decisão do Banco Central Europeu em inícios de Dezembro desapontou os investidores que pediam medidas mais fortes, designadamente, aumento das compras mensais de títulos de dívida pública e redução mais ampla dos juros. Mais do que ponderar se esta terá sido ou não a decisão correcta do Conselho de Governadores, os recentes acontecimentos suscitam algumas reflexões. A primeira, sobre a evidente divisão de tendências no seio da autoridade monetária, onde a postura ortodoxa alemã tem vindo a ganhar maior peso (relativamente a esta questão, ver tema em destaque). A segunda será sobre a racionalidade das expectativas do mercado anteriores à reunião, num contexto em que a zona euro apresenta sinais de recuperação sustentada, não existem riscos de deflação embora os preços se mantenham próximo da estagnação, e o teor da política monetária está próximo dos seus limites. Se por um lado, o primeiro aspecto nos remete para a questão das diferenças estruturais entre as várias economias, a segunda questão alerta para o cenário de formação de dependências que se podem tornar desvirtuosas.

DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS

Paula Gonçalves Carvalho Economista Chefe
Teresa Gil Pinheiro
Luísa Teixeira Felino
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 www.bpiinvestimentos.pt/Research

ÍNDICE

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	06
TEMAS EM DESTAQUE	
EUROPEAN BANKING CONGRESS, NOV. 2015 - BREVES NOTAS	07
CRÉDITO EM PORTUGAL - PONTO DE SITUAÇÃO NO 3º TRIMESTRE 2015	10
OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE	13
ECONOMIA MUNDIAL EM DESACELERAÇÃO	15
ECONOMIAS	
EUA - ALGUNS SINAIS DE ALERTA	17
ZONA EURO - ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR LENTAMENTE	18
PORTUGAL - REVISÃO EM BAIXA	19
ESPAÑA - DETALHE DO PIB CONFIRMA CRESCIMENTO NO 3T15	21
BRASIL - RECESSÃO ECONÓMICA AGRAVA-SE	22
MÉXICO - MELHORIA DAS PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO	23
ANGOLA - CRESCIMENTO DOS PREÇOS CONTINUA A PRESSIONAR A ECONOMIA	24
MOÇAMBIQUE - METICAL PERDEU MAIS DE 25% DO VALOR EM RELAÇÃO AO USD	25
ÁFRICA DO SUL - ACTIVIDADE ECONÓMICA DESACELEROU NO 3T	26
MERCADOS	
MERCADO CAMBIAL	
É PROVÁVEL QUE O ANO TERMINE COM EUR/USD EM MÍNIMOS	27
ECONOMIAS EMERGENTES EM ALERTA	28
MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA	
INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA SÃO OS PRINCIPAIS <i>DRIVERS</i>	29
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA	
TAXAS DE INCUMPRIMENTO AUMENTAM	30
MERCADOS ACCIONISTAS	
ACCÕES EUROPEIAS DESLIZAM FACE ÀS MEDIDAS DESAPONTANTES DO BCE	31
MERCADO DE <i>COMMODITIES</i>	
OPEP MANTÉM POLÍTICA E SOBE TECTO DE PRODUÇÃO DIÁRIA	32
PREVISÕES	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas do BPI	33
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	34
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	35
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes	36
OPINIÃO	
CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR SECUNDÁRIO EM PORTUGAL (PARTE I)	37
BASES DE DADOS	49

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais

Global	. Segundo a OCDE o arrefecimento das economias emergentes e do comércio internacional reflecte-se num crescimento de apenas 2.9% em 2015, podendo acelerar para 3.3% e 3.6% em 2016 e 2017, respectivamente. Todavia chama a atenção que a aceleração do crescimento mundial implica o rebalanceamento da actividade na China e mais investimento nas economias desenvolvidas. . A China deverá crescer 6.8% este ano, diminuindo o ritmo de expansão nos próximos dois anos, na medida em que se assistirá a um rebalanceamento entre a procura interna e externa, ganhando peso a primeira.	. Os factores de risco voltaram a aumentar e estão associados aos eventuais efeitos de um arrefecimento da China na economia mundial. Também a eventualidade de um final desordenado da política de taxas de juro quase nulas da Reserva Federal representa um risco para o crescimento mundial, ainda que talvez mais moderado. Nas economias exportadoras de <i>commodities</i>, normalmente economias emergentes, o crescimento poderá ser afectado pela queda dos preços desses activos. . Pela positiva, a manutenção em níveis relativamente baixos dos preços do petróleo, a política orçamental mais neutral (sobretudo na UEM), a correcção nos balanços financeiros, e uma possível retoma mais forte que o esperado da Formação Bruta de Capital Fixo, poderão justificar crescimento acima do esperado.
EUA	. A segunda estimativa para o crescimento do PIB no 3T15 foi revista em alta para 2.1% (1.5% anteriormente), em cadeia anualizados. Entretanto, a informação disponível para o último trimestre sugere um crescimento de 2%, o que a confirmar-se colocará o crescimento anual em 2.5%. A informação económica mais recente aponta para uma evolução favorável do mercado de trabalho e do mercado imobiliário, mas o sector industrial apresenta sinais de enfraquecimento.	. Potencial instabilidade que poderá gerar nos mercados financeiros a alteração da política monetária, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade.
Japão	. A OCDE estima que a economia avance apenas 0.5% em 2015, reflectindo o efeito desfavorável nas exportações resultante do enfraquecimento da procura chinesa e de outros países asiáticos. Em 2016, o ritmo de crescimento deverá acelerar para 1%, beneficiando de um bom comportamento do consumo, mas em 2017, poderá voltar a recuar dada a perspectiva de subida dos impostos sobre o consumo.	. Riscos para o crescimento continuam enviesados no sentido descendente, associados a evolução mais moderada da procura por parte dos principais parceiros comerciais.
Z. Euro	. O indicador PMI compósito continua a revelar uma gradual recuperação económica no 4T, com o indicador a registar um aumento de 0.3 pontos para 54.2 em Novembro. Enquanto o indicador para a indústria transformadora aumentou em 0.5 pontos para 52.8, o sector dos serviços aumentou de forma modesta em 0.1 pontos para 54.2. Um dos factores que parece estar a dificultar a recuperação económica na área do euro prende-se com a desaceleração económica na China e noutros países emergentes, afectados com a queda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das respectivas moedas, tornando a procura externa débil. A componente que avalia o emprego revelou que o ritmo de expansão é insuficiente para impulsionar a redução da taxa de desemprego. Neste cenário, as pressões inflacionistas via salários continuam débeis.	. Questões de ordem política surgem como os principais factores de risco para o crescimento. Num segundo plano surge o conflito Ucrânia-Rússia, pois cerca de 5% das exportações da UE destinam-se à Rússia e cerca de 15% do consumo de gás natural e petróleo tem origem também na Rússia. . Efeitos decorrentes dos atentados em Paris e eventuais novos ataques. . Considera-se que a desaceleração económica na China poderá ter algum impacto na retoma económica na região do euro. . Pela positiva, os efeitos na valorização dos activos financeiros associados ao programa de aquisição de activos de longo prazo pelo BCE contribuirão para a melhoria da confiança dos agentes económicos, dinamizando consumo e investimento.

Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

Perspectivas Globais

R. Unido	. A OCDE prevê um crescimento de 2.4% este ano e antecipa ritmos idênticos em 2016 e 2017. A robustez da procura interna, suportada pela solidez do mercado de trabalho e pela perspectiva de evolução favorável dos salários dão suporte à permanência de um cenário de crescimento e ao início de um novo ciclo de política monetária no início de 2016.	. Arrefecimento da procura global com impacto negativo no comportamento das exportações.
Portugal	. O PIB registou uma taxa de variação nula face ao trimestre anterior, desacelerando para 1.4% em termos homólogos no terceiro trimestre. O contributo da procura interna decresceu por comparação com o segundo trimestre (1.9 p.p. face a 3.5 p.p.) reflectindo menor crescimento do consumo privado e sobretudo do investimento. O contributo das exportações líquidas manteve-se negativo, mas inferior ao registado nos três meses anteriores: -0.8 p.p. reflectindo o contributo positivo das exportações em 1.6% e um contributo menos negativo das importações: -2.4%. . O abrandamento da actividade económica no terceiro trimestre, a intensificação dos riscos de desaceleração da procura externa e o impacto do arrastamento do período de incerteza política interna sob consumo e investimento, sugerem risco de desaceleração ou, na melhor das hipóteses, manutenção do ritmo de crescimento. Neste contexto, revimos em baixa a previsão de crescimento do PIB anual em 2015 para 1.5%.	. Os principais factores de risco relacionam-se com o andamento das economias externas e factores de natureza política. . A médio prazo, subsistem importantes constrangimentos e desafios, relacionados com a necessidade de reforçar o potencial de crescimento económico num contexto de prolongado esforço de consolidação orçamental. . A avaliação dos riscos associados aos cenários traçados pelas entidades externas são, na sua essência, idênticos, prendendo-se com a possibilidade de que a redução do esforço reformista e de consolidação das contas públicas se reflecta negativamente na capacidade de crescimento, tanto por via de redução do contributo do sector externo, como por via de uma deterioração das condições de financiamento da economia.
América Latina	. A economia da América Latina poderá estagnar em 2015, ou mesmo apresentar uma ligeira contracção, tal como sugerido pelas últimas projecções do FMI (-0.3% em 2015 vs. 1.3% em 2014). . Face à forte dependência das economias da região nas receitas da exportação de <i>commodities</i>, a desaceleração do crescimento da China e a quebra dos preços das matérias-primas, devem continuar a prejudicar o desenvolvimento da actividade na região. . O Brasil, que representa cerca de 40% do PIB da região, tem estado na frente desta desaceleração da actividade na região, prevendo-se que apresente a recessão económica mais acentuada das últimas décadas (-3% em 2015).	. Possível manutenção dos preços das <i>commodities</i> em níveis reduzidos e uma desaceleração mais acentuada do crescimento na China, podem contribuir para agravar as receitas fiscais e externas dos países exportadores de <i>commodities</i>. . A vulnerabilidade das contas externas, crise dos preços das <i>commodities</i> e perspectivas de subida das taxas de juro nos EUA devem continuar a pressionar as moedas dos países da região, em particular nos países mais expostos a uma possível saída de capitais. . Por outro lado, a melhoria das perspectivas nas economias avançadas, em particular nos EUA, e a desvalorização das moedas nacionais, podem beneficiar o sector externo dos países da região.
África Sub-sariana	. O crescimento da região está a ser adversamente afectado pela crise da queda dos preços das <i>commodities</i>, e em particular pelo agravamento do contexto económico na África do Sul e na Nigéria (sendo que estas duas economias representam mais de metade do PIB da região). Desta forma espera-se que o crescimento desacelere em 2015, para o nível mais baixo dos últimos 6 anos de +3.8% de acordo com o FMI. . A queda dos preços do petróleo está a ter um impacto bastante severo sobre os principais exportadores da região, nomeadamente sobre a Nigéria, Angola e Zâmbia. . Por outro lado, a queda dos preços dos bens alimentares deverá continuar a ajudar os restantes países da região (nomeadamente o Quénia e o Uganda), reduzindo a factura de importações e aliviando pressões inflacionistas.	. Para os países exportadores de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços do petróleo em níveis baixos, ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico. . Entretanto, a maioria dos países da região continua a apresentar défices externos, e portanto as suas moedas deverão continuar sob pressão, tanto nos países com câmbios flexíveis (Zâmbia e Moçambique) como em países com regimes de câmbio fixo (Nigéria e Angola). . O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrentes do ajustamento das taxas de juro nos EUA, poderá também afectar as economias mais vulneráveis a saídas de capitais (principalmente a África do Sul).

Principais Recomendações e Factores de Risco

Recomendações

M. Cambial	. Prestes a encerrar o ano, há ainda um provável factor de mercado a gerar grande expectativa: a última reunião do comité monetário da Fed poderá trazer o início do ciclo de normalização das taxas de juro nos EUA. Embora as medidas adicionais do BCE (outro factor aguardado com grande interesse) tenham ficado aquém do esperado pelo mercado, acredita-se que uma provável subida dos juros nos EUA deverá levar a uma nova aposta no dólar contra o euro. Apesar do EUR/USD ter passado de 1.05 para 1.09 com as medidas do BCE, prevê-se que o câmbio âncora volte para níveis próximos de 1.05. A GBP também poderá beneficiar deste movimento, com o EUR/GBP a voltar a aproximar-se de 0.70. Para além de ser aconselhado estar longo em dólares e libras, parece igualmente adequado estar curto em ienes, dada a perspectiva de o BoJ poder introduzir medidas adicionais de <i>quantitative easing</i>.	. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais. . Decepção com a evolução económica em alguns blocos. . Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.
M. Monetário	. Como esperado, o BCE expandiu o programa de <i>quantitative easing</i> e reduziu em 10 pontos base a taxa marginal de depósitos. Das medidas agora adoptadas salientamos a decisão de partir de Março de 2017 (nova data para término do programa de aquisição de activos) o BCE irá fazer o <i>rollover</i> da dívida em carteira que atinge a maturidade, garantido a permanência de um elevado nível de liquidez no mercado e a de reduzidos custos de financiamento. As taxas Euribor permanecerão em terreno negativo, podendo atingir novos mínimos em linha com a redução da taxa dos depósitos. Assim, continuamos a considerar preferível a obtenção de financiamentos em prazos curtos/médios. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas de forma a capturar o prémio de maturidade (<i>term premium</i>).	. As taxas de curto prazo nos principais mercados internacionais continuam próximas de zero (ou negativas), alimentadas pela sinalização de que as políticas monetárias manterão um cariz acomodatório e dado que a liquidez continua elevada. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.
Div. Pública	. A <i>yield</i> do <i>US Treasury</i> a 10 anos transacciona em torno de 2.2% e a do <i>Bund</i> alemão com o mesmo prazo à volta de 0.6%. O ambiente de baixas taxas de inflação e o suporte dos bancos centrais são os principais factores a explicar a permanência da taxa de rentabilidade dos títulos de taxa fixa em níveis reduzidos. Até ao final do ano não se esperam alterações consideráveis, mas em 2016 é possível que se observe uma tendência moderadamente desfavorável (queda de preços) neste mercado. Nos países da periferia da zona euro, os prémios de risco continuam suportados pelo BCE.	. Alteração nas expectativas de evolução da inflação e incerteza quanto ao arrefecimento da economia global poderão reflectir-se num movimento menos penalizador da dívida pública. Com efeito, poderá até verificar-se um movimento de valorização dos principais títulos. Nos países da periferia, os prémios de risco podem agravar-se moderadamente, dependendo dos resultados eleitorais ainda em falta até ao final do ano ou caso os mercados percepcionem de modo desfavorável as novas políticas fiscais.
Div. Diversa	. O mercado <i>high-yield</i> nos EUA continua a dar sinais de inversão de ciclo, patente num alargamento dos <i>spreads</i> e nas expectativas de aumento das taxas de incumprimento para 2016. Ainda assim, nas categorias de <i>rating</i> mais elevadas as emissões mantiveram-se elevadas, na antecipação da subida das taxas de juro. Contudo, as agências de <i>rating</i> têm vindo a alertar para o aumento do número de incumprimentos de empresas com notação especulativa. . O mercado europeu continua a apresentar condições favoráveis face às expectativas de manutenção de uma política monetária acomodatória.	. A possibilidade de as empresas terem dificuldades em se refinanciarem depois de correcções nas <i>yields</i>, principalmente no segmento <i>high yield</i>. . Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia. . O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>). . O risco da reduzida liquidez do mercado. . Exposição aos mercados emergentes. . Relaxamento nos critérios de acesso ao crédito, traduzido num aumento de <i>leverage loans</i> (empréstimos a empresas bastante alavancadas) ou <i>covenant-lite loans</i> (empréstimos com menor protecção para o credor).
Acções	. Poderão continuar a registar-se valorizações nos mercados europeus nos próximos meses, dada a elevada liquidez. As avaliações atractivas das empresas europeias podem ser uma boa oportunidade de compra, num ambiente económico e monetário mais favorável. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China poderão continuar a condicionar o desempenho das bolsas europeias. . A <i>performance</i> americana continua a ser condicionada pelas expectativas de início de subida das taxas de juro por parte da Reserva Federal, situação que poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. . As principais apostas mantêm-se nas empresas exportadoras europeias, nomeadamente as que assentam em negócios cíclicos. Existem condições para se manter o interesse nas áreas financeira, tecnológica, saúde e bem estar, retalho e consumo; desinteresse na energia e materiais.	. No caso americano, a possibilidade de aumento das taxas de juro até ao final do ano poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. Ao mesmo tempo, um dólar mais forte, a manutenção dos preços do petróleo em níveis relativamente baixos e a eventual subida das taxas de juro no final do ano poderão afectar os resultados das empresas norte-americanas. . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política alguns países europeus, o agravamento do conflito entre a Rússia e a Ucrânia e eventuais novos atentados terroristas em solo europeu. . Desaceleração económica na China e novas políticas de estímulo que as autoridades chinesas possam desencadear.
Commodities	. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente estável. No mercado energético, a oferta é superior à procura; contudo, o movimento de queda acentuada dos preços levou ao fecho das explorações mais dispendiosas e, por isso, menos viáveis financeiramente, e à contracção do investimento. Um maior equilíbrio deverá permitir preços mais suportados. . Num contexto de maior volatilidade nos mercados accionistas, os metais preciosos podem voltar a atrair investidores.	. A situação económica da China, num processo de grande transformação, é de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dada a sua situação cimeira como produtor e consumidor. . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes.

EUROPEAN BANKING CONGRESS, NOV.2015 – BREVES NOTAS

□ **O European Banking Congress de 2015 ocorreu sob a temática “In search of growth”. A promessa do Presidente do BCE de “tudo fazer para aumentar a taxa de inflação o mais rápido possível” dominou o encontro, onde ficou mais uma vez evidente o contraste com a postura ortodoxa germânica relativamente ao fraco crescimento europeu, as suas razões e formas de actuação.**

□ **...BCE deu indicações claras de que iria reforçar o cariz expansionista da política monetária**

Na primeira parte da sua intervenção, o Presidente do Banco Central Europeu deixou explícito que a autoridade monetária considera que o programa de *quantitative easing* produziu resultados, afirmando mesmo que tem sido a força dominante subjacente à recuperação da actividade económica. Esta análise contrastou claramente com a opinião da assistência, onde mais de 50% considerou que a actual postura da política monetária europeia contém riscos significativos e terá consequências negativas para a economia. O Presidente do BCE refutou ainda vários argumentos dos mais cépticos na altura da implementação do programa, pondo em evidência a forma como este funcionou. Em particular, lembrou os que afirmavam que não era possível que o canal de política monetária actuasse através de um sistema bancário em dificuldades e com necessidades de desalavancagem. Lembrou que as taxas de juro compósitas de financiamento a empresas se reduziram em mais de 70 pontos base desde meados de 2014, e entre 110 e 120 p.b. nas economias mais afectadas, resultado assinalável, que só seria possível em alturas mais normais com uma descida instantânea das taxas directoras em 100 pontos base. Draghi recordou ainda que em 2012 o acesso a financiamento era o principal factor restritivo para PME's e que deixou de ser, reportando as empresas mais facilidade de acesso a financiamento externo e maior disponibilidade do sistema bancário para financiar; actualmente, as PME's conseguem obter condições de financiamento mais próximas das que se aplicam a empresas de maior dimensão.

Afirmou ainda que os resultados da política têm sido evidentes ao nível do sistema bancário, tendo as medidas implementadas aumentado a pressão competitiva sob os bancos para encurtarem as margens de financiamento. Os efeitos são evidentes na tendência recente do crédito em incumprimento: os rácios de NPL's têm vindo a declinar de forma consistente desde o 2T15 em todas as economias, concluindo-se que esta política é também favorável para os bancos que puderam reduzir as suas provisões: as políticas favoráveis à economia são boas para os bancos. Efectivamente, os bancos puderam compensar a acentuada queda dos juros com o aumento de volumes – há mais actividade do sector bancário porque a política monetária confere suporte à actividade económica. O efeito ao nível das taxas de juro de longo prazo foi também evidente, apesar do cepticismo de alguns observadores que antes da implementação do programa faziam notar que as taxas de juro de longo prazo já se encontravam em limites mínimos. Todavia, também nesta vertente a antecipação do programa teve impacto: observando as taxas de juro de longo prazo na região da UEM ponderadas pelo PIB na maturidade de 10 anos, verifica-se que recuaram 150 p.b. entre Junho de 2014 e Março de 2015.

Todavia, apesar dos resultados, vários factores sugerem a necessidade de fazer mais, a política monetária terá que ser melhor calibrada: a questão que se coloca é se perante os riscos negativos para a actividade económica, que se têm vindo a intensificar desde o Verão, e dado o seu impacto sob o equilíbrio dos riscos para a inflação futura, se será suficiente a calibração das medidas de política monetária decidida em Janeiro para assegurar o rápido retorno da taxa de inflação à fasquia dos 2%. Para aferir a necessidade de calibrar a política, foram referidos os seguintes factores de risco:

- O agravamento da envolvente externa, designadamente o arrefecimento que se antecipa nas economias emergentes, destacando-se o facto de 2015 ser o ano de crescimento mais fraco desde 2009.
- A força da tendência de recuperação da actividade económica tem sido muito modesta. Por exemplo, tendo em conta a evolução do indicador PMI desde 2013, esta é a recuperação mais fraca desde 1998. Tal é particularmente notório atendendo ao facto de estarmos numa fase inicial do ciclo de recuperação, onde se esperaria uma trajectória mais vigorosa. Também é espantosa a velocidade de retoma tendo em atenção aos diversos estímulos induzidos, não só através da política monetária mas também pela queda dos preços da energia. Desde 1998, em nenhum dos ciclos de recuperação anteriores se observara uma queda dos preços da energia.
- Em terceiro lugar, a recuperação está a ser muito lenta e prolongada numa perspectiva histórica. Nas recessões anteriores aos anos 90, os países que actualmente compõem a área do euro demoravam entre 5 e 8 trimestres para alcançar o patamar de riqueza anterior à recessão; na última recessão, a pior desde os anos 30, a economia norte-americana demorou 14 trimestres a regressar ao nível pré-recessão; segundo as previsões do BCE, demorará à UEM 31 trimestres para regressar aos níveis pré- crise, ou seja, no 1T16.

O actual padrão de recuperação tem impacto não só pela perda de output que gera mas também porque tem efeitos sob a forma como as empresas e indivíduos fixam salários e preços. Ou seja, impacta negativamente a inflação subjacente, que se tem mantido em torno de 1%, níveis muito baixos, durante os últimos dois anos. E a inflação *core* tem sido um bom estimador para a tendência da inflação no médio prazo. Enquanto a inflação dos transaccionáveis pode ser influenciada e ajudada pela evolução do câmbio, a inflação dos serviços, em mínimos históricos, necessita do contributo dos acréscimos

TEMAS EM DESTAQUE

EUROPEAN BANKING CONGRESS, NOV.2015 – BREVES NOTAS (cont.)

de salários nominais. Pelo que o regresso a uma situação de plena utilização da capacidade produtiva é desejável e será o objectivo a médio prazo.

Perante o quadro traçado e o balanço de riscos, Draghi afirmou que o BCE na reunião de Dezembro iria avaliar a força e persistência dos factores que estão a impedir o retorno mais rápido da taxa de inflação à fasquia de 2%, utilizando todos os instrumentos à sua disposição, actuando através do programa de compra de activos, o qual pode ser ajustado em termos de dimensão, composição ou duração de forma a alcançar uma postura mais expansionista. O Presidente do BCE terminou a sua intervenção afirmando que a autoridade monetária “fará o que for necessário para aumentar a inflação o mais depressa possível”.

▣ ...postura germânica encara com cepticismo a actual abordagem da política monetária

Em contraste com Mário Draghi, as declarações do Presidente do Bundesbank, Weidemann, salientaram os riscos crescentes da prática de uma política monetária ultra-expansionista na região da UEM. Weidemann referiu os excessos em alguns segmentos dos mercados financeiros internacionais, os problemas que as seguradoras enfrentam num ambiente de taxas de juro extremamente baixas, avisando também quanto à perda de eficácia à medida que a política ultra-expansionista se arrasta no tempo. A envolvente de taxas de juro extremamente baixas também poderá pôr em causa os esforços de consolidação orçamental envidados desde a Grande Recessão, avisando que a política orçamental poderá habituar-se à envolvente de taxas de juro muito baixas.

O Presidente do Bundesbank não considera que os actuais níveis da taxa de inflação sugiram que exista riscos de deflação. Antes pelo contrário, afirma que a tendência será de gradual aumento em direcção aos 2%, encarando antes a actual situação como resultando do estímulo induzido pela queda dos preços da energia, que retirou cerca de 1 p.p. de crescimento ao nível de preços. Weidemann afirmou ainda que não vê razões para ser pessimista ou traçar um quadro económico excessivamente débil.

Todavia, para estimular o crescimento económico no futuro será necessário reduzir barreiras à entrada, progredir no processo de digitalização e, principalmente, avançar com as reformas nos mercados de trabalho. Adicionalmente, os refugiados deverão ser integrados no mercado de trabalho, notando que será necessária actuação decisiva providenciando aprendizagem linguística, educação e formação profissional; afirmou ainda que seria um processo demorado.

▣ 1º Painel (Deutsche Bank, Blackrock, Goethe University e ESMA)

O primeiro painel incidiu sob a União de Mercado de Capitais, sendo evidente maior optimismo por parte do representante da ESMA enquanto os restantes participantes revelaram algum cepticismo quanto aos efeitos potenciais e eventuais benefícios. Philipp Hildebrand do Blackrock chamou a atenção para a dimensão das empresas europeias, muito pequena: 93% das PME's têm menos de 10 empregados na UEM. Ou seja, primeiro será necessário fazer outras reformas, nomeadamente ao nível do mercado de produto, mercado de trabalho e fortalecimento da banca. Dada a importância da intermediação financeira através da banca para as empresas europeias, a actuação no sector bancário revela-se essencial como forma de melhorar os meios de financiamento do sector corporativo. Os participantes chamaram também a atenção para o facto de os sistemas actuais serem muito diferentes entre os vários países, sendo difícil e complicada a sua harmonização. O DB recordou que a Europa permanece muito fragmentada sendo preciso trabalhar sob os factores de diferença e focar no objectivo de harmonização. Recordou as exigências de acesso ao mercado de capitais, muitas vezes incomportáveis para pequenas empresas, em termos de *rating*, *disclosure*, transparência, reporte, etc.

Em contrapartida, o director da ESMA chamou a atenção para os benefícios potenciais, afirmando que a União de Mercados de Capitais irá permitir canalizar investimentos de longo prazo. Afirmou ainda que seria muito positivo se a UMC servisse para pôr os investidores de longo prazo (fundos de pensões, seguradoras, etc) a investir directamente em projectos estruturantes de longo prazo.

Relativamente à questão se o Mercado de Capitais Único a funcionar de forma eficiente ameaçaria o actual modo de funcionamento da banca, a assistência respondeu pela negativa, com ampla maioria. O DB afirmou que a questão se colocaria ao contrário, recordando as oportunidades que representa para o sector bancário um mercado de capitais eficiente. Em contrapartida, o Prof. Krahnen, da Universidade Goethe, afirmou que a resposta está correcta no actual contexto. Todavia, num contexto de total convergência, com supervisor único, regras comuns, mercado totalmente integrado, nesse contexto tal colocaria desafios significativos para a banca e necessidade de adaptação.

A assistência mostrou algum cepticismo relativamente à concretização da União de Mercado de Capitais, dividindo-se a maioria entre a implementação apenas em 2025 (e não em 2019 como está previsto) ou nunca. Para além das formas de financiamento, são cruciais outros aspectos mantendo-se a necessidade de fazer reformas ao nível dos mercados de produtos, flexibilidade do mercado laboral, etc.

EUROPEAN BANKING CONGRESS, Nov.2015 – BREVES NOTAS (cont.)□ **2º Painel (Commerzbank, Paul De Grauwe, OCDE (Álvaro Santos Pereira), IFO)**

O segundo painel incidiu sob os desafios que se colocam à Europa, discutindo-se em particular o impacto resultante do influxo de imigrantes. Apesar da expectativa que no médio/longo prazo os impactos possam ser favoráveis, alguns participantes salientaram as diferenças culturais, de educação e baixas qualificações, dificultando a sua integração. Todavia, a curto prazo será necessário aumentar a despesa pública para a sua integração, com potencial efeito positivo sob o crescimento. Mas tudo depende da capacidade de integração. Se esta for bem sucedida, o resultado será certamente positivo.

Relativamente à situação da Grécia, Paul de Grauwe afirmou que a própria Grécia não acredita no processo pelo que poderá regressar a pressão para a sua saída. Todavia, a assistência mostrou-se optimista quanto a este processo, tendo quase 70% respondido que não perspectivava a saída de nenhum estado membro da UEM.

ASP recordou a necessidade de os próprios governos e dirigentes quererem e acreditarem no processo de reformas. A título de exemplo mencionou o caso italiano onde se alterou a Constituição para permitir avanço mais célere das reformas no mercado de trabalho. Afirmou também que não são só necessárias reformas no mercado laboral e de produto, sendo essenciais resolver questões muito concretas que dificultam o funcionamento das empresas europeias e que exigem esforço de harmonização e investimento por parte dos estados membros, nomeadamente a falta de uma rede de transporte ferroviário transeuropeu e também as dificuldades ao nível do transporte e circulação de energia. Só assim se garantem condições de competitividade às empresas europeias.

Quanto às medidas de estímulo monetário quantitativo, a maior parte da audiência considerou que a actual política de QE pode potencialmente ter um impacto negativo na economia real. Em contraste Paul de Grauwe recordou a ampla disponibilidade de liquidez, com custos muito baixos e disponível para canalizar para investimentos produtivos. Afirmou que os Governos dispõem actualmente de financiamento muito barato, muitas vezes a taxas negativas. Se não conseguem encontrar investimentos com taxa de rentabilidade maior que zero, tal só revela falta de imaginação.

Em contrapartida, o representante do Instituto alemão IFO, afirmou que o QE até pode aumentar a inflação, mas se os Governos aproveitarem para gastar sem critério então o resultado pode ser desastroso.

O painel analisou ainda a perspectiva de uma maior integração política, se esta será ou não ainda possível. A maior parte da audiência respondeu pela positiva, mas Paul de Grauwe recordou que depende do que se proporia, se uma participação mais igualitária dos Estados membros ou se uma união política com maior força vinda dos países do centro. É uma questão complexa, que levanta muito ceticismo.

TEMAS EM DESTAQUE

CRÉDITO EM PORTUGAL – PONTO DE SITUAÇÃO NO 3º TRIMESTRE 2015

□ O stock de crédito continua em queda, reflectindo essencialmente a diminuição do crédito concedido ao sector privado. Mas há sinais de alteração desta tendência, sobretudo ao nível do crédito concedido a particulares. Ao longo dos primeiros nove meses de 2015, observou-se um aumento considerável das novas operações de crédito a particulares, com especial destaque para as de crédito à habitação. Este é um cenário favorecido pelos baixos níveis das taxas de juros praticadas, mas não deverá ser esquecido que os níveis de endividamento ainda são altos, limitando a capacidade de endividamento adicional dos diversos agentes económicos. Os níveis de incumprimento, ainda que apresentando sinais de estabilização/ligeira melhoria, continuam a sugerir cautela na concessão de crédito.

Em Setembro, o stock de crédito não titulado concedido por Outras Instituições Financeiras Monetárias (OIFM) residentes, incluindo operações de titularização ascendia a 236.1 mil milhões de euros (mme), menos 25% do que o máximo observado em Abril de 2011 (314 mme). Para esta evolução contribuiu a queda do crédito a praticamente todos os sectores, destacando-se a redução de 22% do crédito concedido ao sector privado. Este agregado situava-se em 211 mme em Setembro, o que compara com 271 mme em Novembro de 2010, ou seja uma contracção de 22%.

Relativamente ao crédito ao sector privado, o ritmo de contracção foi mais acentuado no sector das Empresas não financeiras – menos 30% desde o pico em Novembro de 2010 – enquanto que no sector dos particulares a queda foi de 16%.

Stocks de crédito não titulado concedido por OIFM residentes bruto de operações de titularização

Ano	Crédito a residentes									Crédito a não residentes
	Total	Total excl. adm. pública	Total	Excl. adm. pública	Empresas	Particulares (inclui emigrantes)	Crédito à habitação	Crédito ao consumo e outros fins	OIFAF&SSFP	
Pesos	100%	96%	97%	93%	36%	54%	45%	9%	4%	3%
Valor nominal do crédito (milhões de euros)										
dez-07	271,533	266,462	261,305	256,234	102,604	139,969	113,224	26,745	13,661	10,228
dez-08	296,169	290,340	281,762	275,933	116,783	145,989	117,848	28,141	13,161	14,407
dez-09	303,352	296,817	288,353	281,818	118,780	149,220	121,063	28,157	13,818	14,999
dez-10	307,166	296,203	292,902	281,939	115,372	151,617	123,997	27,620	14,950	14,264
dez-11	297,100	287,442	283,389	273,731	114,283	148,532	121,949	26,583	10,916	13,711
dez-12	272,964	265,027	263,814	255,877	105,691	141,727	117,379	24,348	8,459	9,150
dez-13	256,710	249,235	249,288	241,813	99,615	135,262	112,920	22,342	6,936	7,422
dez-14	242,348	232,942	235,447	226,041	86,120	130,317	108,294	22,023	9,604	6,901
set-15	236,089	227,261	229,112	220,284	83,877	127,156	105,568	21,588	9,251	6,977
Var. mensal	-435	-456	-476	-497	-556	-304	-263	-41	363	41
Var. ytd	-6,259	-5,681	-6,335	-5,757	-2,243	-3,161	-2,726	-435	-353	76

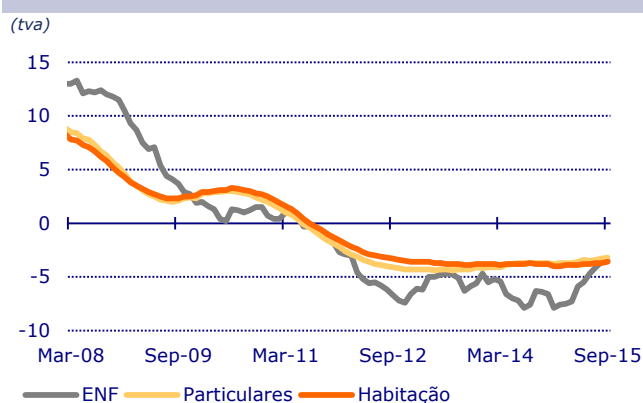
Fonte: Banco de Portugal; BPI.

Em 2015, o stock de crédito manteve a tendência de contracção. Desde o início do ano, o crédito caiu 6.3 mme de euros, ou seja -2.6% do que no início do ano, reflectindo ainda a queda do crédito concedido ao sector privado não financeiro. Desde o início do ano, a concessão de crédito ao sector privado, que representa cerca de 90% do crédito total, caiu 2.5%. Graficamente é visível uma estabilização do ritmo de queda do crédito concedido a particulares e um abrandamento considerável do ritmo de contracção do crédito concedido a empresas não financeiras.

□ Crédito a Empresas Não Financeiras

Tendo por base a informação disponível no Banco de Portugal, verifica-se que apenas o crédito concedido a empresas exportadoras tem vindo a crescer, em parte reflectindo o incentivo ao desenvolvimento da actividade dos sectores transaccionáveis da economia, em parte reflectindo a procura de novos mercados reflexo do enfraquecimento da procura interna. Ainda assim, o crédito concedido ao sector não transaccionável continua a representar uma fatia importante do crédito concedido: construção (17%), Imobiliário (14%); Comércio (14%), Utilities (5%). Com excepção do sector das utilities, estes são também os sectores que apresentam níveis mais levados de incumprimento: construção (33%), Imobiliário (25%); Comércio (17%).

Crédito concedido à economia

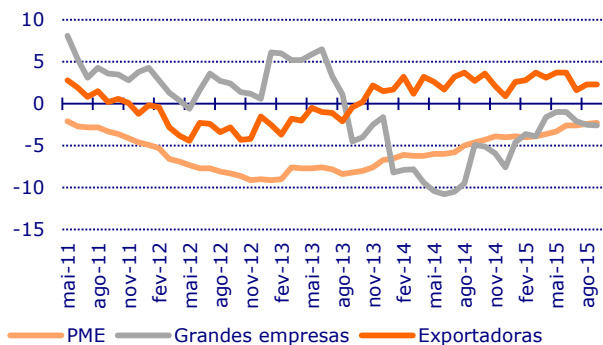


Fonte: Banco de Portugal

CRÉDITO EM PORTUGAL – PONTO DE SITUAÇÃO NO 3º TRIMESTRE 2015 (cont.)

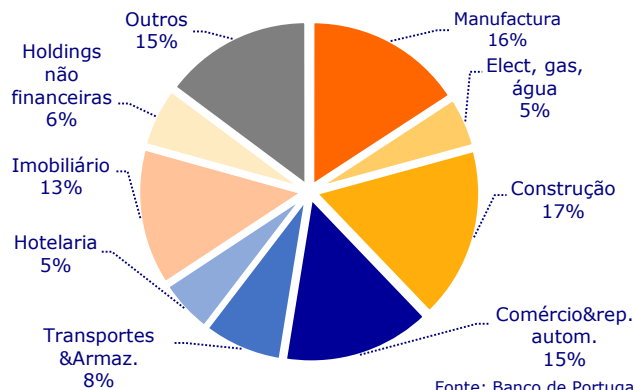
Portugal: Crédito a empresas não financeiras

(yoy)



Portugal: Distribuição do crédito a ENF - Set 2015

(% do total)

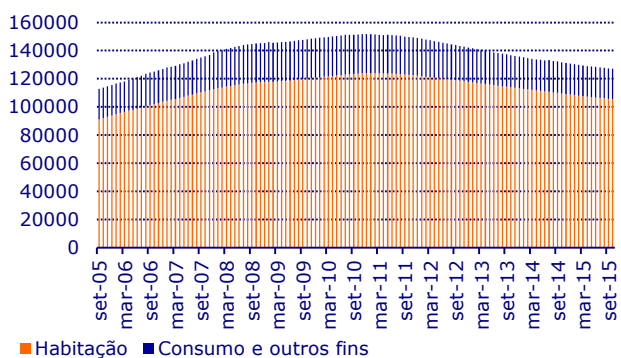


□ Crédito a Particulares

O crédito concedido a particulares apresenta uma tendência idêntica àquele concedido a empresas não financeiras, mas o comportamento das novas operações sugere estabilização / ligeira alteração desta tendência. De facto, ainda que as novas operações de crédito a particulares se mantenham próximo dos mínimos, verifica-se, desde finais de 2014, um claro movimento ascendente. Desde o início do ano, o ritmo de crescimento médio das novas operações de crédito a particulares é de 27%, impulsionado pelo crescimento de quase 70% do crédito concedido para aquisição de casa. Apesar do aumento considerável em termos relativos, em valor absoluto é muito baixo e ainda muito próximo dos mínimos observados. Em Setembro as novas operações de crédito à habitação ascendiam a 376 milhões e euros, o que compara com o mínimo de 124 milhões de euros em Fevereiro de 2013. A título indicativo refere-se que o valor máximo das novas operações foi de 1860 milhões de euros em Julho de 2007.

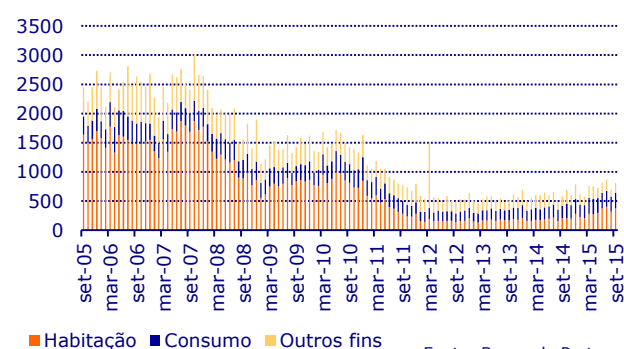
Portugal: stock de crédito a particulares

(yoy)



Portugal: novas operações de crédito a particulares

(% do total)



□ Os níveis de incumprimento

Os indicadores de incumprimento continuam próximos dos seus máximos, apresentando, no entanto, uma tendência de estabilização ou até ligeira redução. Entre as empresas não financeiras, referem-se sinais de inversão do incumprimento das PME's. Esta tendência terá de ser confirmada nos próximos meses, mas a diminuição dos devedores em incumprimento sugere a permanência da actual tendência de ligeira redução. Nos particulares, os rácios de incumprimento – bastante mais reduzidos do que entre as ENF – mantêm-se inalterados há alguns meses, todavia, o facto de a percentagem de devedores com crédito vencido apresentar uma evolução descendente sugere a possibilidade de que nos próximos meses se verifique uma melhoria nos níveis de incumprimento dos particulares.

TEMAS EM DESTAQUE

CRÉDITO EM PORTUGAL – PONTO DE SITUAÇÃO NO 3º TRIMESTRE 2015 (cont.)

Níveis de incumprimento

Ano	Rádios de crédito vencido(*) (%)							Percentagem de devedores com crédito vencido (%)						
	Empresas não financeiras				Particulares			Empresas não financeiras				Particulares		
	Total	PME	Grandes empresas	Exportadoras	Total	Habitação	Consumo e outros fins	Total	PME	Grandes empresas	Exportadoras	Total	Habitação	Consumo e outros fins
Média anual														
2009	4.0	4.7	1.4	-	2.7	1.6	6.7	19.5	19.5	11.9	-	13.8	7.0	14.6
2010	5.0	5.8	1.0	1.5	3.2	1.8	8.2	20.6	20.7	10.8	7.4	13.7	5.4	15.1
2011	5.9	7.0	1.3	1.2	3.5	1.9	9.5	23.1	23.2	11.4	7.7	14.4	5.6	16.0
2012	9.7	11.2	2.5	2.1	4.0	2.2	11.4	27.9	27.9	13.2	8.9	15.4	6.2	17.2
2013	12.6	14.6	3.4	2.0	4.3	2.4	12.7	30.5	30.5	14.9	7.9	15.3	6.3	17.2
2014	14.6	16.9	4.1	2.6	4.7	2.7	13.9	31.2	31.3	14.6	8.6	15.1	6.4	16.8
Dados mensais														
jan-15	15.4	17.7	4.4	3.3	5.0	2.8	14.6	31.1	31.2	15.3	9.1	15.0	6.5	16.7
fev-15	15.6	17.9	4.5	3.6	5.0	2.8	14.7	31.1	31.2	15.1	9.6	15.2	6.5	16.9
mar-15	15.6	18.0	4.8	4.2	5.0	2.8	14.7	30.9	31.0	15.0	9.4	15.1	6.7	16.8
abr-15	16.0	18.4	4.9	4.4	5.1	2.9	14.8	30.9	31.0	14.8	9.7	15.2	6.7	16.8
mai-15	16.1	18.5	5.1	4.4	5.1	2.9	15.0	31.2	31.2	15.5	10.1	15.3	6.7	16.9
jun-15	16.0	18.5	4.9	4.6	5.1	2.9	14.9	30.7	30.8	15.6	10.1	15.1	6.6	16.7
jul-15	16.2	18.7	4.7	4.2	5.1	2.9	15.0	30.7	30.7	15.4	9.8	14.9	6.6	16.6
ago-15	16.6	18.8	6.5	5.5	5.1	2.9	14.8	30.8	30.8	15.3	10.4	14.8	6.6	16.5
set-15	16.5	18.7	6.6	5.8	5.1	2.9	14.8	30.6	30.6	15.2	10.6	14.6	6.5	16.2

Fonte: Banco de Portugal, BPI

Nota: (*) Créditos vencidos: créditos por regularizar no prazo máximo de 30 dias após o seu vencimento. Estas estatísticas abrangem o crédito concedido pela totalidade das instituições financeiras residentes em Portugal incluindo, para além das Instituições Financeiras monetárias, Instituições Financeiras Não Monetárias que concedem crédito, como é o caso das instituições financeiras de crédito (IFIC), sociedades financeiras para aquisições a crédito (SFAC), sociedades de leasing e de factoring, sociedades de investimento, de garantia mútua e outras.

OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE

Recentemente, o BCE publicou um artigo quantificando os efeitos das medidas não convencionais de política monetária implementadas desde Junho de 2014¹. O artigo foca-se, essencialmente, na avaliação dos resultados associados às operações de refinanciamento direccionadas para a dinamização do mercado de crédito (TLTRO) e aos do programa de aquisição de activos. Face ao reforço das medidas não convencionais de política monetária pelo BCE como forma de dar suporte à actividade económica e aumentar a inflação, apresentamos aqui um breve resumo das principais conclusões do artigo.

... os efeitos das medidas adoptadas a partir de Junho de 2014

A quantificação dos efeitos das medidas de cariz não convencional adoptadas desde Junho de 2014 revela um considerável efeito na redução das *yields* dos títulos emitidos nos diversos segmentos de mercado. Adicionalmente, conclui que os efeitos foram superiores nos casos dos títulos com maior risco associado e com maturidades mais longas. Os dados apresentados mostram que o movimento de queda das *yields* foi mais acentuado no mercado de dívida pública, observando-se, desde o anúncio do programa de compra de dívida pública, quedas na ordem dos 23 pontos base (pb) nas taxas de rentabilidade dos títulos de dívida pública alemã a 10 anos, o que compara com quedas de 36 pb em França, 72 pb em Itália e 69 pb em Espanha. O estudo apresenta também os efeitos associados ao lançamento das TLTRO nas *yields* dos títulos de dívida pública: -9 pb no caso da dívida alemã, -17 pb na dívida francesa, -31 pb na italiana e -29 pb na espanhola. Ainda que menos acentuados, movimentos de queda das *yields* foram também observados nos mercados de dívida diversa, tanto no segmento financeiro como no não financeiro. Para além dos efeitos nos mercados de dívida pública e dívida diversa, o estudo estima também efeitos no mercado cambial, no mercado de acções e no comportamento dos indicadores que avaliam as expectativas inflacionistas. Destes, destacamos o efeito de depreciação de 12% do euro face ao dólar, associado ao programa de aquisição de dívida pública. Adicionalmente, as expectativas inflacionistas implícitas nos *inflation swap rates* aumentaram 30 pontos base nos prazos até um ano e 20 pontos base nos prazos até cinco anos.

O artigo refere também os efeitos associados à redução da taxa directora do BCE no comportamento das taxas de juro activas praticadas pelos bancos na concessão de crédito a empresas não financeiras, antes e depois do anúncio das medidas não convencionais apresentadas a partir de Junho de 2014. Com efeito, a redução de 125 pontos base da principal taxa de refinanciamento do BCE, entre Setembro de 2011 e Junho de 2014, reflectiu-se numa diminuição de 92 pontos base nas taxas de juro activas ao sector empresarial não financeiro no caso dos países com sistemas financeiros menos vulneráveis, enquanto no caso dos países com sistemas mais vulneráveis a diminuição quedou-se em 28 pontos base. Todavia, após Junho de 2014, estes movimentos acentuaram-se, observando-se a diminuição de 113 pontos base nas taxas activas praticadas pelos sistemas bancários menos vulneráveis e de 50 pontos bases nos outros casos.

As TLTRO têm como objectivo a expansão dos balanços, principalmente na forma de crédito concedido ao sector privado não financeiro. A tomada de fundos pelos bancos depende do respectivo volume da carteira de crédito elegível, e, por serem um múltiplo dessa carteira, podem em parte ser direccionados para operações não elegíveis, potenciando a possibilidade de

Impacto da política monetária não convencional do BCE no preço dos activos financeiros

	TLTRO	APP
Euribor 3 meses (pontos base)	-4	-5
Títulos de dív. púb. 10 anos (pontos base)		
Zona Euro	-22	-48
Alemanha	-9	-23
França	-17	-36
Itália	-31	-72
Espanha	-29	-69
Dívida div. de Emp. Financ. (pontos base)		
AAA	-14	-13
AA	-13	-15
A	-15	-18
BBB	-23	-32
Dívida diversa de ENF's (pontos base)		
AAA	-10	-26
AA	-10	-20
A	-12	-19
BBB	-15	-19
Dívida de bancos (pontos base)		
Zona Euro	-16	-26
Alemanha	-12	-13
França	-13	-17
Itália	-26	-56
Espanha	-18	-15
Taxas de câmbio (%)		
EUR/USD	1	-12
Taxa de câmbio noninal efectiva	-1	-18
Índices bolsistas (%)		
Dow Jones EURO STOXX	2	5
Tx. de inflação implícita nos <i>swaps</i> (pontos base)		
1 ano	-1	5
3 anos	2	14
5 anos	2	14

Fonte: BCE.

¹As principais medidas adoptadas desde Junho de 2014 são: colocação da taxa de juro da facilidade permanente de depósitos em terreno negativo; lançamento de várias Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado direccionadas para incentivar a concessão de crédito bancário ao sector privado; lançamento do Programa de Aquisição de dívida titularizada e covered bonds; lançamento do Programa de Aquisição de dívida pública de países da zona euro.

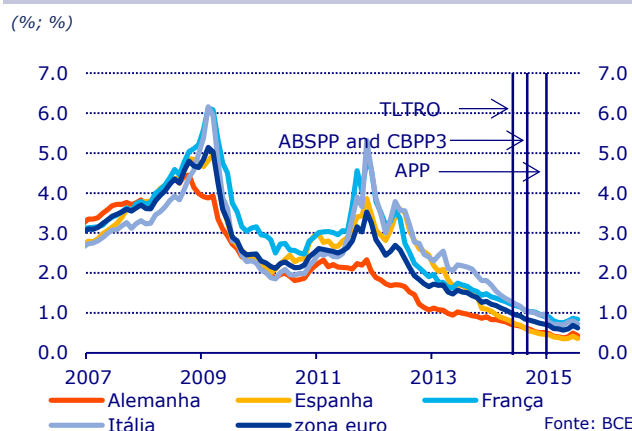
TEMAS EM DESTAQUE

OS EFEITOS DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BCE (cont.)

que segmentos de mercado não elegíveis possam beneficiar de um ambiente creditício menos restritivo. Paralelamente, as TLTRO permitem também aos bancos a obtenção de custos de financiamento mais baixos em operações de médio prazo comparativamente aos custos obtidos junto do mercado através de emissão de dívida titulada, contribuindo para a redução dos custos de financiamento da economia como um todo. Os resultados obtidos através do desenho destas medidas estiveram de acordo com os seus objectivos, mas apenas afectaram os sistemas bancários das economias menos vulneráveis da zona euro. Os efeitos em economias sujeitas a processos de desalavancagem ou em processos de recapitalização e reestruturação foram praticamente nulos.

Adicionalmente, no final de 2014, o Banco Central Europeu anunciou que iria iniciar um programa alargado de compra de activos de médio e longo prazo, o qual para além de manter as compras de *covered bonds* e de ABS, incluiria também a aquisição de dívida pública dos países do euro. A maior abrangência deste programa na redução dos custos de financiamento da economia é evidente na evolução das *yields* nas diversas economias do euro, como referido no início deste artigo.

Custos compostos de depósitos e crédito



□ ... as novas medidas adoptadas em Dezembro de 2015

A permanência da taxa de inflação em níveis máximos de zero e as perspectivas de que este cenário se poderá prolongar tendo em conta a taxa de inflação implícita nos *swap inflation*, traduziu-se na adopção de um cariz mais acomodatório por parte da autoridade monetária da zona euro. Resumidamente estas medidas são:

1. **Redução da taxa marginal dos depósitos para -0.3%**, menos 10 pontos base do que o nível anterior. Os níveis das taxas de juro para a cedência marginal de liquidez e o da taxa principal de refinanciamento mantiveram-se em 0.30% e 0.05%, respectivamente;
2. **O regime de taxa fixa e financiamento ilimitado** em vigor nas operações de mercado aberto de longo prazo – 3 meses – estende-se até ao final de 2017;
3. O montante do programa de compra de activos de longo prazo mantém-se em 60 mil milhões de euros mensais, mas o **leque de dívida que o BCE poderá adquirir passa a incluir dívida dos governos regionais e das administrações locais**. Não houve referência à alteração do limite mínimo das *yields* dos títulos de dívida pública objecto de compra por parte da autoridade monetária; actualmente este é de -0.2%, o mesmo da taxa marginal de depósitos. Aquando da publicação do detalhe das medidas agora aprovadas será importante verificar se se mantém aquele limite ou se esta acompanha a taxa marginal dos depósitos, alargando o leque de títulos de dívida pública que podem ser comprados ao abrigo do programa.
4. **O prazo de compra de activos de longo prazo estende-se até Março de 2017**, mantendo-se em aberto a possibilidade de alteração (extensão) desta data em função do comportamento da taxa de inflação;
5. Após Março de 2017, os activos detidos pelo BCE ao abrigo do programa de aquisição de activos que atinjam a maturidade são re-investidos, enquanto tal for necessário, de forma a manter elevada a liquidez no sistema financeiro.

Numa primeira análise das medidas apresentadas, o *rollover* da dívida na carteira do BCE após Março de 2017 parece ser aquela que maior impacto poderá ter na percepção de evolução dos custos de financiamento numa perspectiva de longo prazo. A manutenção do BCE como comprador de última instância garante que as taxas de juro da dívida com maturidades mais longas continuarão em níveis reduzidos por um considerável período de tempo, podendo favorecer o investimento através da percepção de que os custos de financiamento manter-se-ão reduzidos durante mais tempo. Nos países da periferia, a perspectiva é de que não surgirão factores de pressão significativos sobre os *spreads* da dívida pública, mantendo-se os custos com a dívida em níveis reduzidos.

Finalmente, o BCE publicou as novas previsões macroeconómicas, esperado que o PIB cresça 1.5% em 2015, 1.7% em 2016 e 1.9% em 2017. A taxa de inflação apresentará uma tendência de recuperação moderada até 2017, ano em que se situará em 1.7%. Em 2015 e 2016, o BCE aponta para níveis de 0.1% e 1.0%, respectivamente.

ECONOMIA MUNDIAL EM DESACELERAÇÃO

□ A OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) deu um tom mais pessimista ao crescimento económico mundial, no seu *Global Outlook*, recentemente divulgado. Na prática, em resultado da performance mais negativa das economias emergentes e do esperado declínio do comércio mundial. De facto, para 2015, a taxa de crescimento esperada é agora de 2.9%, contra o valor anterior de 3.0% enquanto, para 2016, foi indicado um crescimento de 3.3%, inferior aos 3.6% previstos no relatório de Junho. De referir que o valor de 2.9% para 2015 é inferior à média de longo prazo e reflecte riscos de incerteza.

Pese embora existam as situações de abrandamento de actividade nas economias emergentes e uma desaceleração preocupante do comércio internacional, a OCDE ensaia uma melhoria para os próximos dois anos no andamento da economia mundial (crescimento do PIB de 3.3% em 2016 e de 3.6% em 2017) sendo, no entanto, necessário um maior balanceamento da actividade na China e um investimento mais robusto nas economias avançadas. Acresce ainda a necessidade de políticas monetárias acomodáticas e de preços baixos nas matérias-primas, nomeadamente no petróleo. A desaceleração nas trocas comerciais, que deverão crescer apenas 2% este ano, resulta essencialmente do arrefecimento na China e do significativo retrocesso económico no Brasil e na Rússia. Este organismo refere mesmo o risco de recessão mundial, pois nos últimos 50 anos só em 5 o comércio cresceu menos de 2% e esse facto coincidiu com períodos de recessão.

Na Zona Euro, o crescimento do PIB deverá aumentar para quase 2% em 2016 e 2017 (1.8% e 1.9%, respectivamente), apesar de um abrandamento em alguns países. A actividade económica deverá continuar a ser apoiada por estímulos monetários sustentados, uma orientação orçamental globalmente neutra e preços do petróleo baixos. O elevado endividamento privado continuará a ser um entrave ao consumo e ao investimento em muitos países. Espera-se que o desemprego diminua mas apenas gradualmente, e as divergências entre os países da área do euro deverão persistir. A inflação poderá rondar os 1.5% até ao final do período em análise, depois da diminuição dos efeitos da energia barata, embora persistam as incertezas quanto à evolução geral dos preços.

Para a OCDE, melhorar o canal de transmissão da política monetária à economia real é uma prioridade fundamental, e exige a conclusão da união bancária, a resolução rápida de situações de crédito malparado e, em muitos países, processos de insolvência mais eficazes. Para fomentar o crescimento e torná-lo mais inclusivo, os países da área do euro deverão prosseguir as reformas estruturais e fiscais em curso, de modo a promover o emprego e a mobilidade social através, por exemplo, da diminuição da tributação do trabalho e da priorização dos investimentos que favoreçam o crescimento, e que passe também pela educação e pela assistência à infância. A nível do Estado poderiam surgir acções conjuntas para aumentar o investimento público, sem aumentar os rácios da dívida no curto prazo.

No quadro do clima e da energia, a OCDE propõe maior eficiência energética e o uso de energia mais limpa a nível da habitação e dois transportes públicos, de modo a reduzirem-se para menos 40% os gases que provocam o efeito de estufa, face aos níveis de 1990. A tributação jogaria um papel relevante na prossecução deste objectivo.

Para Portugal, a OCDE projecta um progressivo abrandamento em 2016 (1.6%) e 2017 (1.5%), depois de alcançar 1.7% este ano. Para esta tendência é dada a explicação da existência de limitações que ainda estão por resolver, nomeadamente o nível do alto endividamento dos agentes económicos e do nível baixo de competitividade do país. Através do aumento do crescimento potencial seria possível tornar decrescentes tanto a dívida pública como a dívida externa. E, para além da necessidade de libertar as empresas do endividamento e fortalecer o investimento, o crédito deverá ser alocado de forma mais eficiente para o sector de bens transaccionáveis.

Entretanto, o Eurostat divulgou que o bloco do euro cresceu 1.6% no terceiro trimestre, face ao mesmo período de 2014, e 0.3% em cadeia. Já no que respeita aos 28 estados-membros, o PIB aumentou 1.9% entre Julho e Setembro, na comparação com o terceiro trimestre de 2014, e 0.4% face ao segundo trimestre de 2015. Por seu turno, a economia portuguesa apresentou uma variação em cadeia nula no terceiro trimestre de 2015 e cresceu 1.4% em relação ao mesmo trimestre de 2014.

Projeções da OCDE para o crescimento real do PIB (%)

	2014	2015	2016	2017
Mundo	3.3	2.9	3.3	3.6
EUA	2.4	2.4	2.5	2.4
Japão	-0.1	0.6	1.0	0.5
Zona Euro	0.9	1.5	1.8	1.9
Alemanha	1.6	1.5	1.8	2.0
França	0.2	1.1	1.3	1.6
Espanha	1.4	3.2	2.7	2.5
Portugal	0.8	1.7	1.6	1.5
Reino Unido	2.9	2.4	2.4	2.3
China	7.3	6.8	6.5	6.2
Rússia	0.6	-4.0	-0.4	1.7
Brasil	0.2	-3.1	-1.2	1.8
OCDE	1.9	2.0	2.2	2.3
Comércio Mundial	3.4	2.0	3.6	4.8

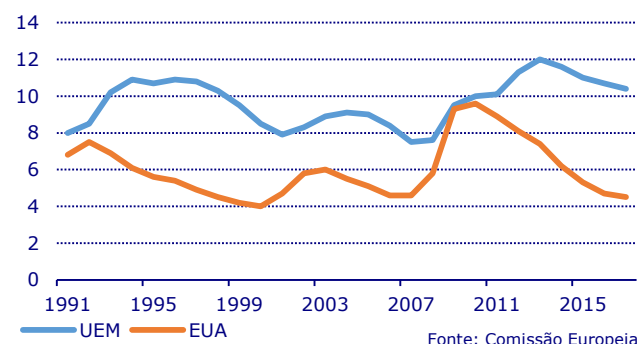
EUA - ALGUNS SINAIS DE ALERTA

□ **Andamento do sector industrial suscita preocupações:** Apesar da proximidade do momento da primeira subida das taxas de juro pela Fed em quase uma década, a evolução de alguns indicadores económicos tem suscitado algumas preocupações, nomeadamente em relação ao andamento do sector industrial, que aparenta uma desaceleração significativa. Efectivamente, o indicador PMI para a indústria transformadora diminuiu para 52.8 pontos em Novembro, depois de, no mês precedente, ter registado 54.1 pontos. Os dados de Novembro indicam que os empresários do sector estão mais cautelosos em relação a novas contratações, reflectido num crescimento moderado do emprego. Em causa deverá estar o clima de incerteza que caracteriza o ambiente económico mundial e a valorização do dólar. Por outro lado, **o indicador ISM para a indústria transformadora revelou uma contracção do sector no mês de Novembro.** O indicador diminuiu em 1.5 pontos para 48.6, com o índice das novas encomendas a cair 4 pontos para 48.9, e o índice de produção a reduzir em 3.7 pontos para 49.2.

□ **Tudo ponderado, a economia deverá crescer acima de 2% no último trimestre do ano, 2.5% em 2015:** Apesar de alguns sinais de alerta suscitados pela análise do comportamento do sector industrial, a restante informação vem certamente validar uma postura menos acomodática pela Reserva Federal. Efectivamente, o PIB do 3T foi revisto em alta, para uma taxa de crescimento anualizada de 2.1%, comparativamente a uma primeira estimativa de 1.5%. A despesa das empresas em equipamento e investimento residencial cresceu mais do que apresentado na primeira estimativa, enquanto o crescimento do consumo privado foi revisto ligeiramente em baixa. Na mesma linha, os indicadores relativos ao mercado de trabalho revelam robustez. Nos últimos meses, a criação de postos de trabalho excedeu as expectativas, a taxa de desemprego caiu para mínimos desde 2007 e os indicadores mais recentes continuam a apontar numa direcção favorável. Recorda-se que o relatório de emprego de Novembro revelou um aumento do número de empregos em 211,000, e a taxa de desemprego manteve-se em 5% e registou-se um aumento dos salários por hora de trabalho, sugerindo que o mercado de trabalho continua robusto. Os dados relativos à produtividade revelam um aumento de 2.2% q/q no 3T deste ano. Destaque para a produtividade na indústria transformadora, que aumentou significativamente em comparação com o trimestre anterior (+5.1% q/q). Adicionalmente, os custos unitários do trabalho aumentaram 1.8% q/q no mesmo período, reflectindo uma expansão de 4.0% q/q da remuneração por hora.

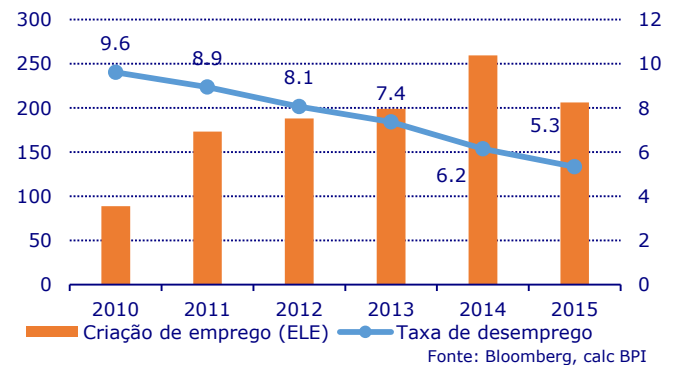
Taxa de desemprego: EUA vs EU

(% da pop. Activa)



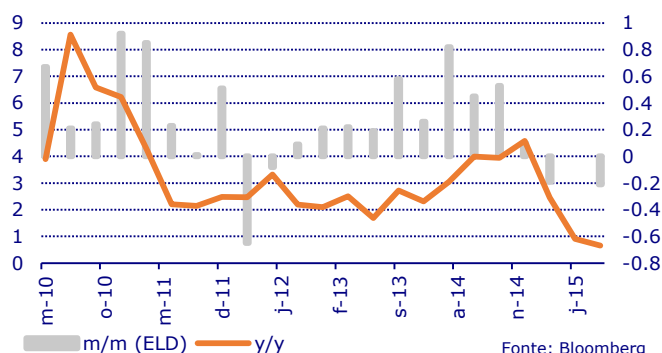
Mercado de trabalho melhora de forma sustentada (valores médios anuais)

(milhares, % pop. activa)



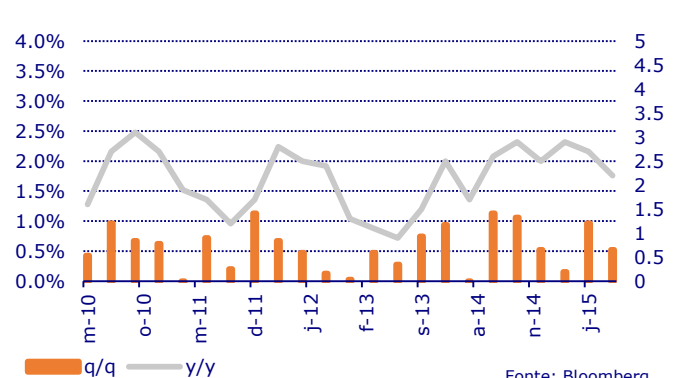
Produção Industrial aproxima-se da estagnação

(taxa de variação)



PIB deverá aumentar 2.5% em 2015

(taxa de variação)



ECONOMIAS

ZONA EURO - ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR LENTAMENTE

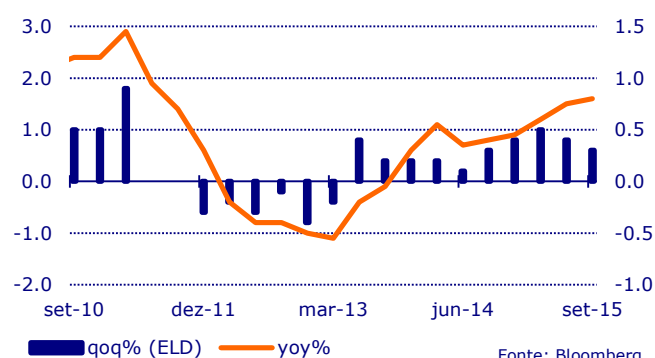
□ **A actividade económica na Zona Euro cresceu 0.3% q/q no 3T deste ano, depois de ter registado taxas de 0.5% q/q e 0.4% q/q no 1T e 2T, respectivamente. Em termos homólogos, o PIB cresceu 1.6%.** O crescimento económico na maioria dos países da área do euro foi desapontante face aos factores actuais de suporte à actividade, como o impacto dos baixos preços do petróleo no consumo privado e os estímulos monetários do BCE. Apesar disso, o impacto da desaceleração económica nas economias emergentes tem-se feito sentir, especialmente na Alemanha, afectada pela fraca actividade económica na China. **Os dados dos indicadores PMI de Novembro revelam uma recuperação económica gradual,** reflectida num aumento do PMI compósito em 0.3 pontos para 54.2, sendo de destacar o aumento do PMI da indústria transformadora de 52.3 pontos em Outubro para 52.8 em Novembro, enquanto o aumento do PMI dos serviços foi mais modesto (0.1 pontos para 54.2). **Relativamente aos recentes atentados de Paris, ainda é cedo para avaliar os efeitos económicos e financeiros, de acordo com o BCE.** No entanto, a instituição adianta que estes eventos poderão ter efeitos na confiança e gerar aversão ao risco por parte dos agentes económicos. Caso os atentados na Europa se voltem a repetir, isso poderá desencorajar o investimento estrangeiro e o turismo.

□ **A OCDE publicou em Novembro as suas previsões de crescimento económico, projectando para a área do euro uma expansão de 1.8% e 1.9% em 2016 e 2017, respectivamente.** A actividade deverá continuar a ser suportada pelos estímulos monetários, política fiscal neutra e baixos preços do petróleo. No entanto, o elevado nível de endividamento privado continuará a pesar no consumo e investimento em muitos países da região. A instituição reforça ainda a necessidade de melhorar o canal do crédito para uma transmissão da política monetária mais eficiente, ao mesmo tempo que os países da área do euro deverão prosseguir com reformas fiscais e estruturais que promovam o emprego e o crescimento.

□ **A taxa de inflação anual manteve-se em +0.1% em Novembro (estimativa), com a taxa de inflação core a cair inesperadamente para +0.9% (+1.1% no mês anterior).** Ainda assim, a queda do nível geral de preços da energia foi inferior à do mês anterior (-7.3% vs -8.5% em Outubro). **Os dados relativos à taxa de desemprego voltaram a revelar sinais de melhoria no mercado de trabalho.** Ainda assim, a queda foi ligeira, passando de 10.8% em Setembro para 10.7% em Outubro.

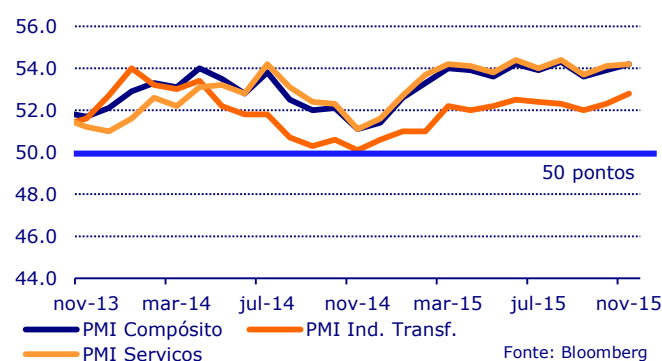
Actividade económica continua a recuperar, embora a um ritmo mais lento - PIB a preços constantes

(yoy%; qoq%)



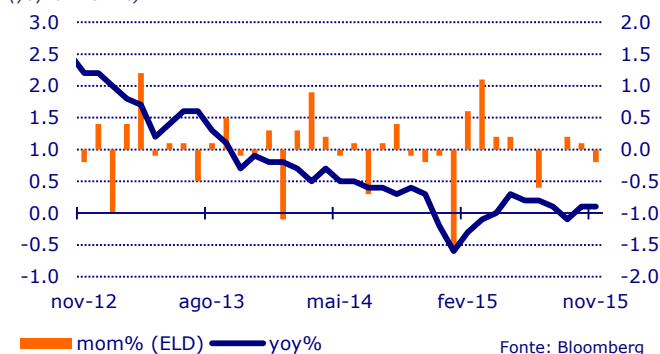
PMI compósito continua a revelar uma recuperação económica gradual no 4T

(pontos)



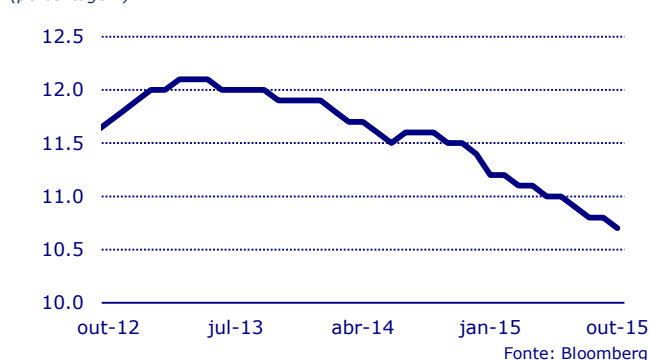
Baixos preços da energia limitam o aumento da taxa de inflação para o nível target do BCE

(yoy%; mom%)



Taxa de desemprego continua a diminuir, mas a um ritmo lento

(percentagem)



PORTUGAL - REVISÃO EM BAIXA

- O comportamento da actividade económica em Portugal, no 3º trimestre do ano, ficou aquém das expectativas. Efectivamente, interrompendo uma tendência de aumento que se registava de forma consecutiva desde meados de 2013, o Produto Interno Bruto em volume registou uma taxa de variação nula face ao trimestre anterior, desacelerando para 1.4% em termos homólogos. O contributo da procura interna decresceu por comparação com o segundo trimestre (1.9 p.p. face a 3.5 p.p.) reflectindo menor crescimento do Consumo privado (1.5 p.p.) e sobretudo do Investimento (0.3 p.p.). O contributo das exportações líquidas manteve-se negativo, mas inferior ao registado nos três meses anteriores: -0.8 p.p. reflectindo o contributo positivo das exportações em 1.6% e um contributo menos negativo das importações: -2.4%.
- Da análise do detalhe das Contas Nacionais divulgado pelo INE destacam-se os seguintes aspectos:
 - O **abrandamento do Consumo Privado** reflectiu sobretudo o significativo menor dinamismo do consumo de bens duradouros, cuja taxa de variação homóloga passou de mais de 15% durante o ano terminado em Junho para 7.8%. Mas, apesar do abrandamento, o consumo das famílias mantém uma evolução confortável, devendo aumentar cerca de 2.6% este ano, o que a confirmar-se, será o maior ritmo de expansão desde 2004.
 - O **Investimento**, excluindo o efeito da variação de stocks, registou também uma acentuada desaceleração em termos homólogos, pelo terceiro trimestre consecutivo, tendo aumentado apenas 1.8%. Em cadeia, a Formação Bruta de Capital Fixo sofreu um decréscimo de 2.9% destacando-se em particular, a contracção do investimento em maquinaria e equipamento, -6.8%, a queda mais acentuada desde o último trimestre de 2011. Este é um comportamento que preocupa dado que esta é uma componente fundamental para assegurar a capacidade produtiva futura.
 - Apesar do **abrandamento das Exportações** (3.9% depois de 7.1% no 2T15), o ritmo de expansão médio até Setembro mantém-se significativo, em torno de 5.1%, sendo o abrandamento mais acentuado na componente de Serviços, que quase estagnou (ver gráfico).
 - De salientar ainda o **contributo significativo da melhoria dos termos de troca para a variação do PIB nominal** e o comportamento do deflator do PIB, em particular. Efectivamente, no 3T2015, registou-se uma melhoria dos termos de troca de cerca de 3.6%, semelhante ao ritmo de crescimento do PIB nominal (3.6%, o ritmo mais alto desde o primeiro trimestre de 2008). Esta melhoria resulta de uma queda mais pronunciada dos preços das importações que a registada nos preços dos produtos exportados. Este será o efeito conjugado da queda dos preços do petróleo no mercado internacional – Portugal importa cerca de 75% das necessidades de consumo energético, sendo este elevado por unidade de PIB gerado – compensando o efeito da depreciação do euro que aumenta o preço das importações.
- O **abrandamento da actividade económica no terceiro trimestre, a intensificação dos riscos de desaceleração da procura externa e o impacto do arrastamento do período de incerteza política interna sob consumo e investimento, sugerem risco de desaceleração ou, na melhor das hipóteses, manutenção do ritmo de crescimento. Neste contexto, revimos em baixa a previsão de crescimento do PIB anual em 2015 para 1.5%.**

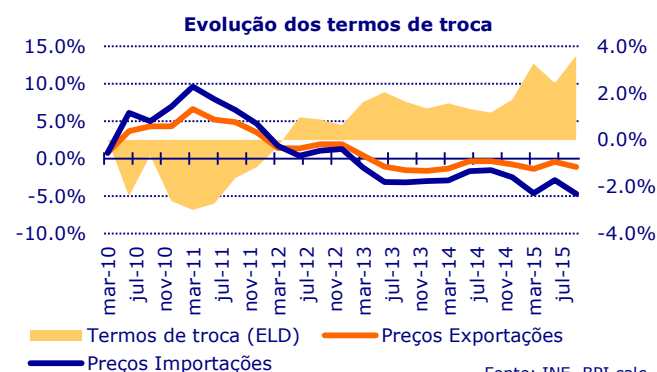
Taxa de Crescimento Real do PIB & Contributo por componente

	2014	2015T1	2015T2	2015T3
PIB Real (var. anual)	0.9%	1.6%	1.6%	1.4%
Contributos para o Crescimento do PIB				
Consumo Privado	1.4%	1.6%	2.1%	1.5%
Consumo Público	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%
Investimento	0.8%	0.2%	1.3%	0.3%
Procura Interna	2.0%	1.7%	3.5%	1.9%
Exportações	1.3%	2.8%	3.0%	1.6%
Importações	-2.6%	-3.2%	-5.3%	-2.4%
Procura Externa Líq.	-1.2%	-0.4%	-2.3%	-0.8%

Fonte: INE, Banco BPI.

Melhoria dos termos de troca intensifica-se no 3º trimestre

(taxa de variação homóloga, p.p.)

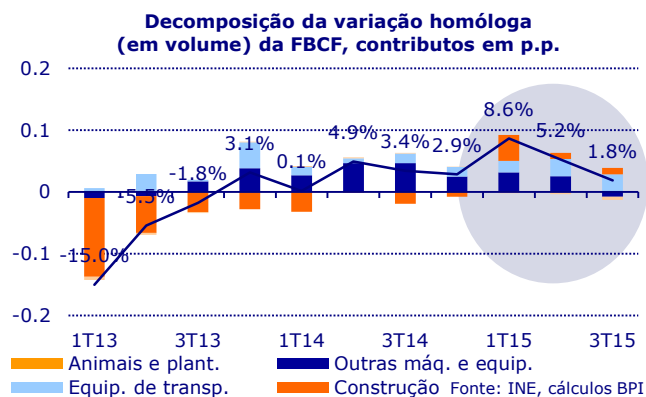


ECONOMIAS

PORTUGAL - REVISÃO EM BAIXA (cont.)

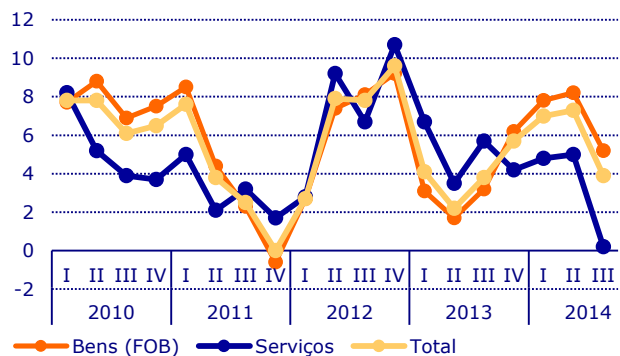
Investimento desacelera acentuadamente

(taxa de variação homóloga)



Variação anual das Exportações, em volume, por componentes

(taxa de variação homóloga)

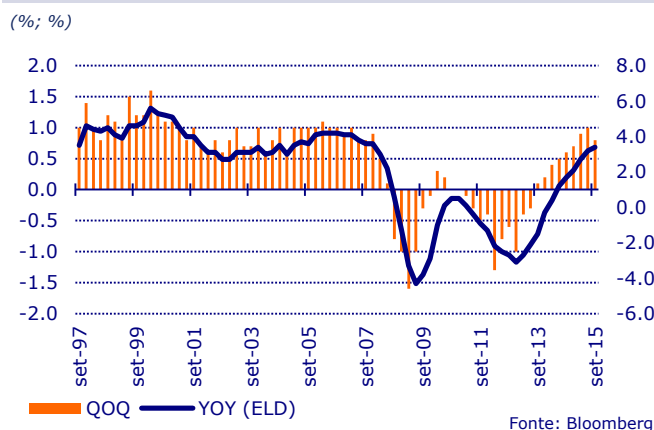


ESPAÑA - DETALHE DO PIB CONFIRMA CRESCIMENTO NO 3T15

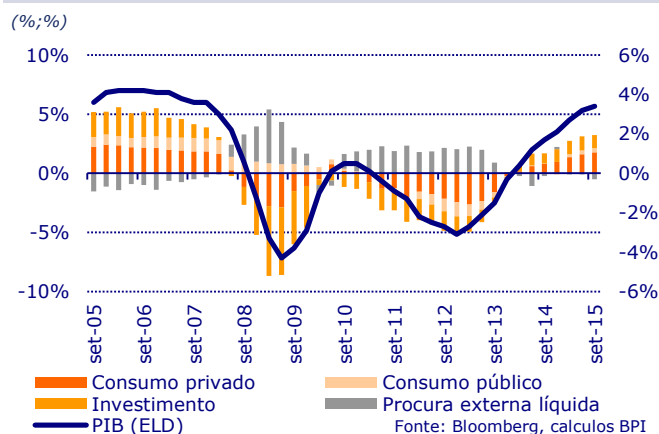
□ **Crescimento no terceiro trimestre:** a publicação do detalhe relativo ao crescimento do PIB no 3º trimestre confirma que a economia avançou 0.8% em cadeia e 3.4% em termos homólogos. A procura interna contribuiu com 3.9 pontos percentuais para o crescimento homólogo, mais 6 décimas do que no trimestre anterior. Por seu turno, o desempenho da procura externa retirou 0.5 pp ao crescimento, o que compara com apenas -0.1 pp no segundo trimestre, reflectindo um abrandamento das exportações e a aceleração das importações. A evolução da procura interna traduz aceleração de todas as suas componentes, destacando-se o crescimento de 6.5% yoy do investimento, motivado pelo avanço de 10.6% do investimento em bens de equipamento e de 5.5% em construção. A informação económica relativa ao quarto trimestre confirma a sustentabilidade da retoma de Espanha. A nossa previsão para o conjunto do ano é de um crescimento de 3%. Pese embora o cenário de crescimento se apresentar sustentado é de salientar a existência de alguns factores de risco que se poderão reflectir em desempenhos mais débeis. Em primeiro lugar salientam-se os riscos de ordem política, caso os resultados das eleições legislativas de Dezembro se revelem inconclusivos. Do ponto de vista externo, o risco de abrandamento da procura global poderá reflectir-se em menor contributo das exportações para o crescimento.

□ **Balança corrente:** até ao terceiro trimestre a balança corrente registou um superávit de 8.2 mil milhões de euros (mme), o que compara com um défice de 2.1 mme no período homólogo. O saldo obtido representa 1% do PIB e reflecte melhorias nas balanças de bens e serviços e nas balanças de rendimento. O saldo da balança de bens e serviços melhorou para 2.7% do PIB, mais 0.5 pontos percentuais do que em Junho 2014. Esta melhoria reflecte o bom desempenho do sector do turismo, cujo superávit se situou em 3.6% do PIB; o défice da balança de rendimento melhorou para 1.7%, face ao um défice de 2.3% no período homólogo.

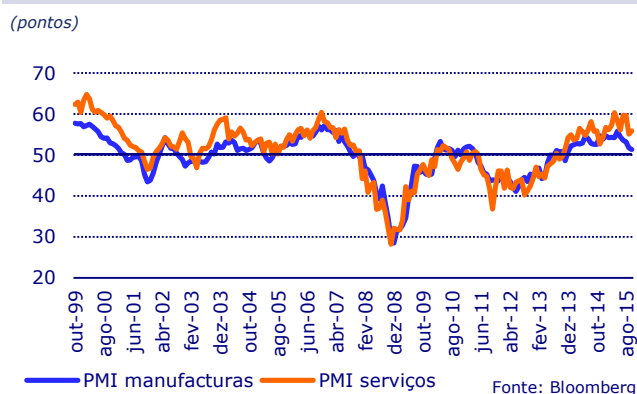
Evolução do PIB



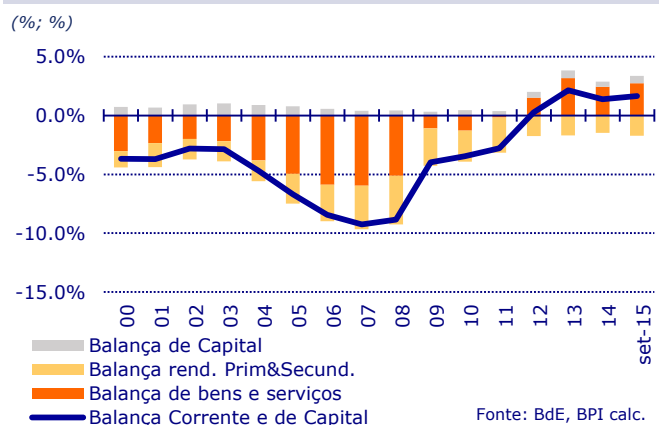
Contributo das componentes para o PIB



Evolução dos indicadores de actividade



Balança corrente e de capital



ECONOMIAS

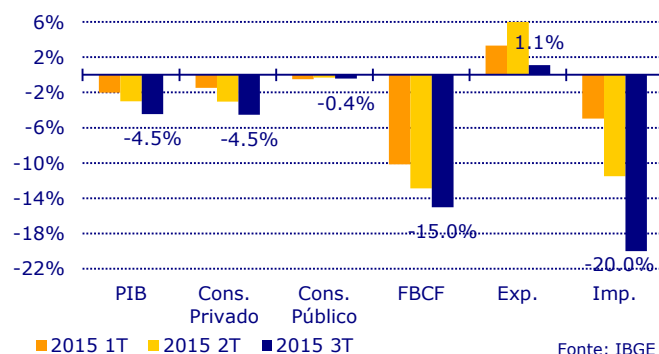
BRASIL - RECESSÃO ECONÓMICA AGRAVA-SE

□ **Os dados do PIB do terceiro trimestre confirmam um agravamento da recessão económica.** Em termos homólogos o PIB recuou 4.5% no 3T 2015, seguindo-se a uma contracção de 2.1% no trimestre anterior, e diminuiu 1.7% em cadeia. Estes resultados desapontaram as expectativas dos mercados que apontavam para uma variação negativa de 4.1% em termos homólogos e de 1.2% em cadeia. Além disso, o crescimento dos trimestres anteriores foi revisto em baixa. A contracção da actividade foi generalizada a todos os sectores de actividade, tendo-se registado variações negativas de -1.3% y/y no sector primário, -6.6% y/y no sector secundário, e de -2.9% y/y no sector dos serviços. Note-se que o sector secundário continua a ser o mais afectado, resultado da forte contracção de -11.3% y/y da indústria transformadora. Do lado da procura, destaca-se novamente o comportamento negativo do investimento, que contraiu pelo 9º trimestre consecutivo. O consumo privado, componente que pesa cerca de 2/3 no PIB, diminuiu 4.5% y/y e 1.5% m/m, enquanto a despesa pública recuou 0.4% em termos mensais mas aumentou 0.3% em relação ao período homólogo. Ainda assim, a deterioração da actividade doméstica foi parcialmente compensada por um ajustamento no sector externo, reflectindo o crescimento das exportações (suportadas pela desvalorização cambial), e uma acentuada contracção das importações face à contracção da procura interna. Em geral, os dados sugerem que a recessão poderá ser mais grave do que inicialmente esperado, e este cenário deverá dificultar ainda mais a capacidade das autoridades de colocarem as contas públicas numa trajectória sustentável. Para além disso, a combinação de factores como elevada inflação, elevadas taxas de juro, condições creditícias restritivas e contracção do investimento, sugere que a recessão se poderá estender em 2016.

□ **Os indicadores de actividade mais recentes apontam para uma nova contracção da economia no último trimestre do ano.** A produção industrial contraiu 10.9% y/y em Setembro e o indicador mensal de actividade económica recuou 6.2% y/y. No sector externo, as exportações contraíram a um ritmo de 12% y/y nos meses de Outubro e Novembro, apesar de as importações estarem a diminuir a um ritmo mais acelerado. Acresce referir que a taxa de inflação subiu em Outubro para 9.9% y/y e a taxa de desemprego chegou aos 7.9% no mesmo período.

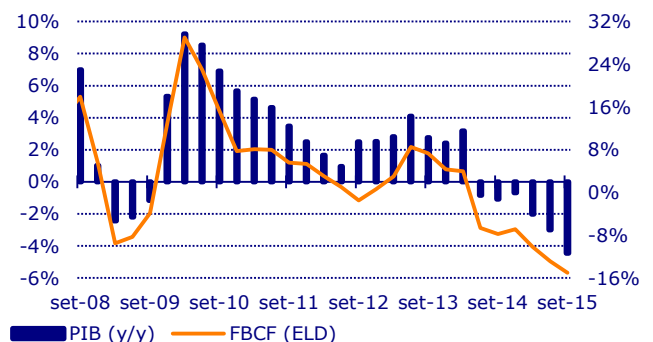
Crescimento das componentes do PIB

(variação homóloga, séries com ajustamento sazonal)



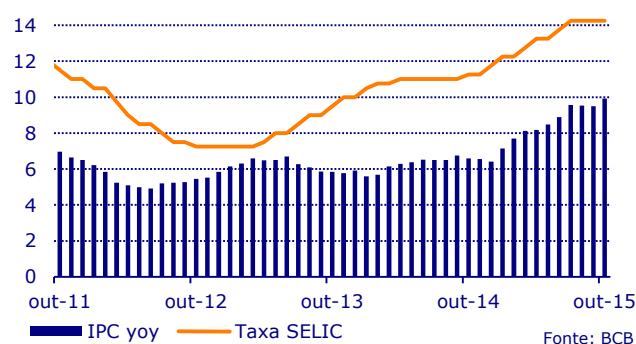
Investimento e crescimento trimestral do PIB

(variação homóloga)



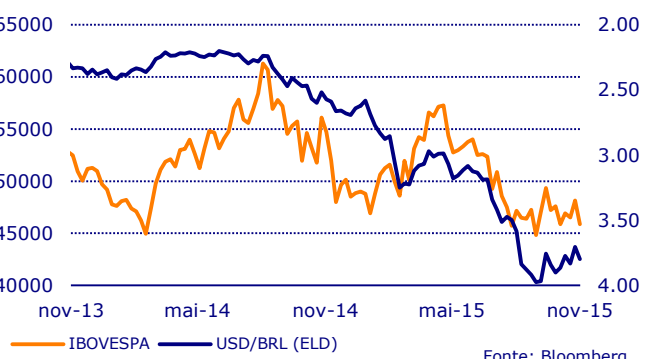
Taxa Selic e Inflação

(percentagem)



IBOVESPA e USD/BRL

(índice; USD/BRL)



MÉXICO - MELHORIA DAS PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO

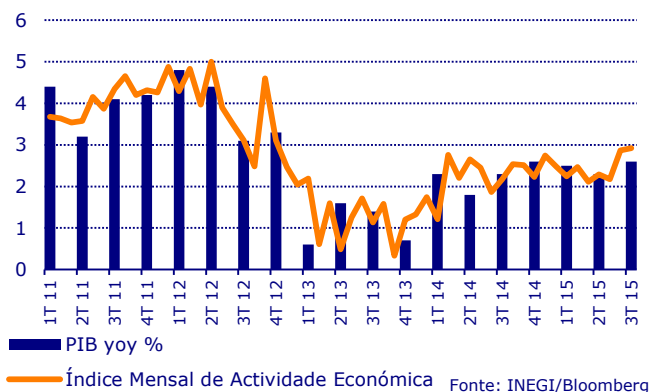
□ **O crescimento da actividade económica manteve-se moderado em 2015, mas sólido.** No terceiro trimestre, o PIB cresceu 2.6% y/y, depois de ter avançado 2.5% y/y no 1T e 2.3% y/y no 2T, reflectindo uma aceleração do consumo privado e uma recuperação da produção industrial. A economia continuou a beneficiar do bom andamento da actividade nos EUA, ao mesmo tempo que já se começam a notar reflexos das reformas estruturais implementadas. Em particular, os efeitos destas medidas já se começaram a reflectir por exemplo nos preços das telecomunicações, na abertura ao investimento estrangeiro através dos leilões dos blocos petrolíferos e no aumento da concorrência no sector bancário. Neste contexto as perspectivas de crescimento para o ano de 2015 têm melhorado, sendo que a média dos inquéritos do Banco Central aponta para um crescimento de 2.4% em 2015.

□ **A taxa de inflação manteve-se contida em torno dos 2.5% y/y nos meses de Agosto, Setembro e Outubro, apesar da desvalorização cambial.** Os níveis de inflação ancorados dentro dos objectivos do Banco Central (2-4%), permitiram à instituição manter uma política monetária acomodatória, mantendo a taxa de política monetária nos 3%. Ainda assim, deve-se ter em conta que alguns factores pontuais contribuíram para este comportamento benigno do crescimento dos preços, em particular, a descida dos preços das telecomunicações, um ajustamento menos significativo dos preços dos combustíveis e a diluição do efeito do aumento dos impostos sobre alguns bens alimentares no início do ano.

□ **Apesar da resiliência do peso à volatilidade nos mercados financeiros das economias emergentes (face ao montante confortável de reservas internacionais e fortes fundamentos macroeconómicos), a taxa de câmbio tem estado sob pressão desde meados de 2014, devido à evolução dos preços do petróleo e apreciação do USD.** Apesar de as exportações de petróleo terem um peso reduzido no total das exportações (15%), a recente queda dos preços do petróleo deverá continuar a pressionar a taxa de câmbio. Entretanto o stock de reservas internacionais acumulou uma perda de USD 22 mil milhões desde o início do ano, situando-se actualmente USD 172 mil milhões. Contudo, o ritmo de deterioração das reservas internacionais tem vindo a diminuir nas últimas semanas, depois de ter sido implementada uma nova regulação que que deverá limitar as intervenções do Banco Central nos leilões cambiais.

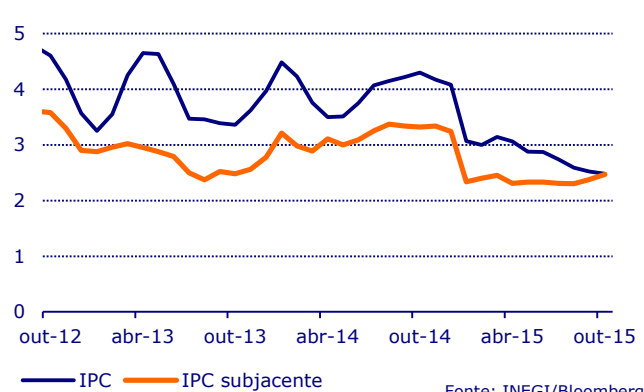
PIB e Indicador Mensal de actividade económica

(variação percentual anual)



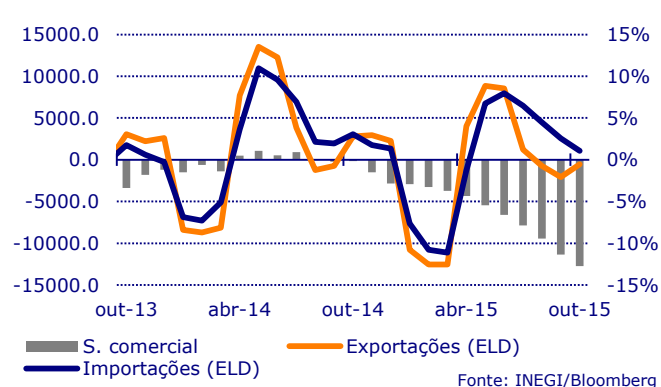
Inflação

(variação percentual anual)



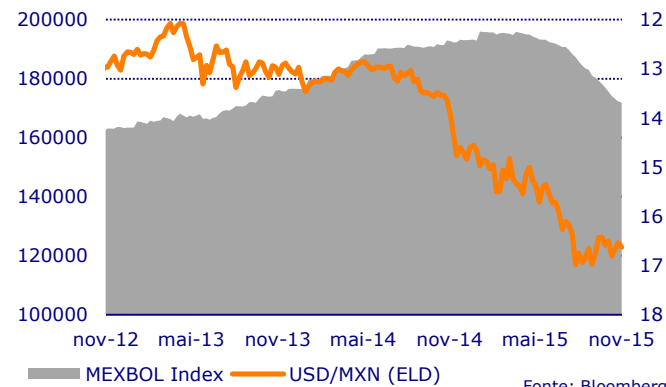
Balança Comercial

(acumulado 12m -milhões USD; média móvel 3 mese - m/m %)



USD/MXN & Reservas internacionais

(milhões USD; USD/MXN peso)



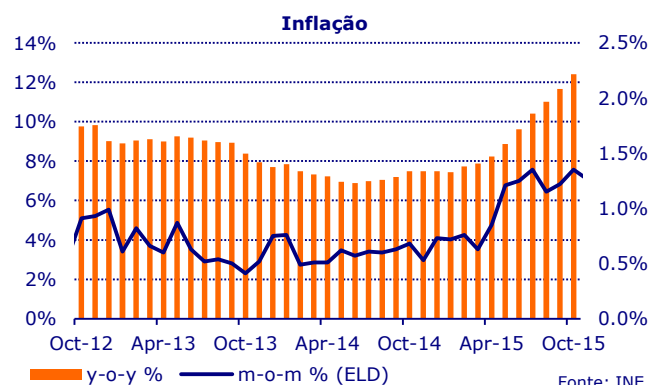
ECONOMIAS

ANGOLA – CRESCIMENTO DOS PREÇOS CONTINUA A PRESSIONAR A ECONOMIA

- **A taxa de inflação voltou a aumentar em Outubro, subindo para 12.4% y/y, um efeito que era esperado face aos efeitos da desvalorização do kwanza nos preços do mercado interno.** Contudo, para já o Comité de Política Monetária do BNA optou por manter as taxas de política monetária inalteradas. A Taxa BNA mantém-se em 10.5%, a Taxa de Juro da Facilidade Permanente de Cedência de Liquidez em 12.5% e a Taxa de Juro da Facilidade Permanente de Absorção de Liquidez em 1.75%.
- **Entretanto o stock de reservas internacionais voltou a diminuir em Outubro para USD 23.4 mil milhões, uma redução de USD 401 milhões em relação ao mês anterior.** Recorde-se que o montante de reservas em Junho de 2014 ainda se situava em torno dos USD 30 mil milhões, mas que na sequência da queda do preço do petróleo o *stock* tem vindo gradualmente a diminuir, acomodando uma desvalorização mais gradual da moeda nacional. Ainda assim, assumindo uma quebra das importações de cerca de 25% este ano, o montante actual de reservas ainda permite cobrir cerca de 7 meses de importações de bens e serviços.
- **De acordo com os dados preliminares do BNA, o crédito ao sector privado praticamente estagnou em Outubro,** registando uma variação positiva de 0.4% em relação ao mês anterior, e uma queda de 0.4% em termos homólogos. De facto, o *stock* médio dos últimos 12 meses do crédito ao sector privado tem-se mantido estável desde o início do ano em aproximadamente 3000 mil milhões de kwanzas, o que significa que em termos reais, o crédito deverá ter sofrido uma contracção em 2015. Os depósitos diminuíram ligeiramente em Outubro em relação ao mês anterior (-5.9%), mas em termos homólogos aumentaram 10.6%. A subida dos depósitos resultou essencialmente de um aumento dos depósitos em moeda nacional, enquanto os depósitos em moeda estrangeira mantiveram-se relativamente estáveis. Com um crescimento dos depósitos superior ao do crédito, o rácio de transformação de crédito também diminuiu significativamente. De acordo com os nossos cálculos, e considerando o total dos empréstimos ao sector público e ao sector privado, este rácio ronda actualmente os 80%, sendo que no final de 2014 se situava acima dos 90%.

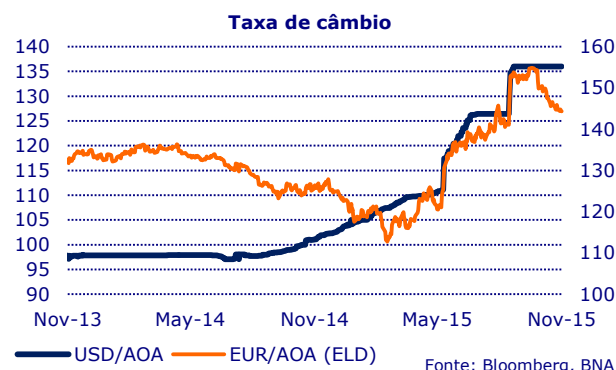
A taxa de inflação continuou a pressionar...

(percentagem)



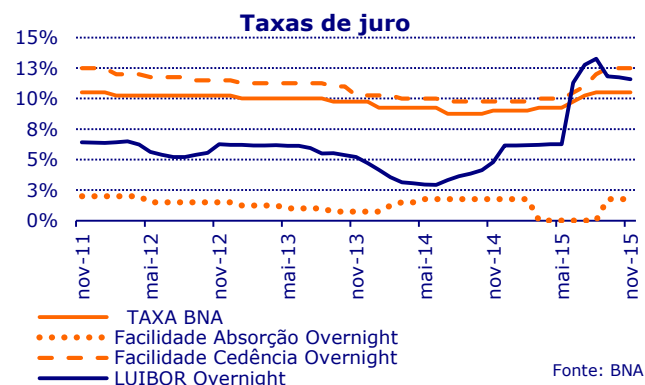
...em parte, devido aos efeitos da taxa de câmbio nos preços do mercado interno

(kwanzas per USD; Kwanzas por EUR)



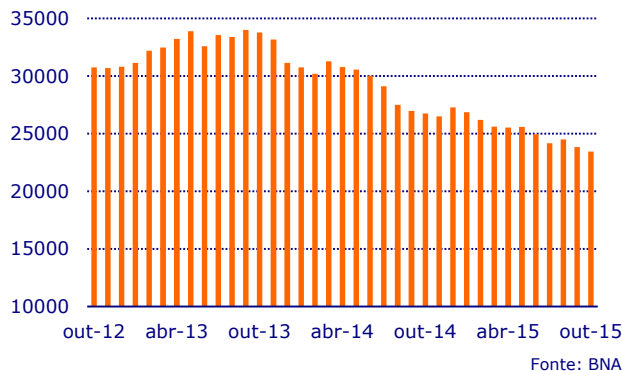
O Banco Central decidiu manter a taxa BNA inalterada em 10.5%...

(percentagem)



...e o stock de reservas internacionais voltou a diminuir

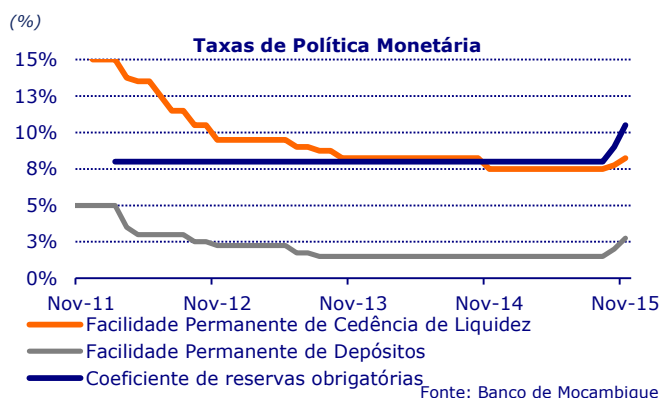
(milhões de USD)



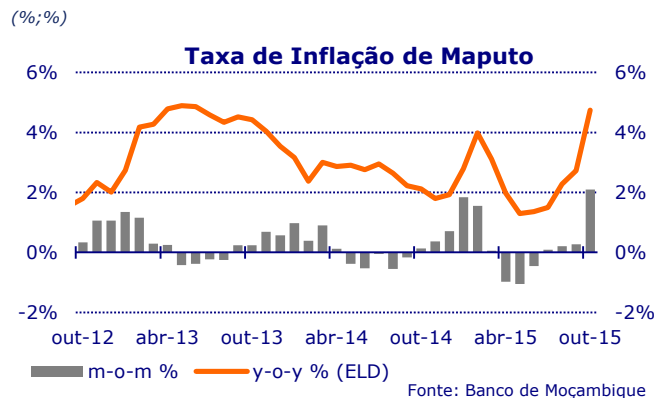
MOÇAMBIQUE - METICAL PERDEU MAIS DE 25% DO VALOR EM RELAÇÃO AO USD

- O Banco de Moçambique voltou a proceder a um ajustamento das taxas juro, dando um sinal claro de inversão de política monetária.** O Comité de Política Monetária decidiu aumentar em 50 pontos base a taxa de juro da Facilidade Permanente de Cedência de liquidez para 8.25%, a taxa de juro dos depósitos em 75 pontos base para 2.75%, e o coeficiente de reservas obrigatórias em 150 pontos base para 10.5%. Esta decisão não surpreendeu, dada a forte aceleração da taxa de inflação em Outubro e Novembro, para além da necessidade de proteger as reservas internacionais e conter a volatilidade do Metical. Em termos homólogos, o Índice de Preços de Maputo subiu 5.71% em Novembro, o que compara com uma taxa de crescimento de 4.11% no mês anterior. Esta foi a taxa de crescimento dos preços mais elevada dos últimos 24 meses, que reflecte em parte o efeito da desvalorização do Metical desde o início do ano.
- O Metical foi alvo de uma acentuada desvalorização no final de Novembro, de cerca de 25% em apenas duas semanas.** De acordo com notícias da Reuters e da Bloomberg, esta pressão sobre a moeda resultou dos receios dos investidores de que o Governo estaria a negociar uma possível reestruturação da dívida da EMATUM de forma de diminuir os custos de financiamento da obrigação. De facto, as *yields* da obrigação dispararam, e o Metical desvalorizou cerca de 25% em apenas duas semanas, resultando numa perda de 60% do valor da moeda desde o início do ano, em relação ao USD. Na sequência deste evento, o Banco de Moçambique emitiu um comunicado para esclarecer que a queda do Metical resultou de um agravamento do défice de conta corrente na sequência da queda dos preços das *commodities* (nomeadamente gás, carvão e alumínio).
- Os dados da balança de pagamentos do terceiro trimestre continuam a reflectir o choque nas contas externas na sequência da queda dos preços das *commodities* e uma desaceleração do investimento directo estrangeiro.** As exportações diminuíram 4% em termos homólogos no terceiro trimestre, enquanto as importações diminuíram apenas 2.7% y/y, resultando num alargamento do défice de conta corrente para USD 2.59 mil milhões (comparativamente a USD 2.41 mil milhões no 3T 2014). Entretanto o saldo das reservas internacionais líquidas reduziu para USD 2.03 mil milhões, registando uma queda de 26% desde o início do ano.

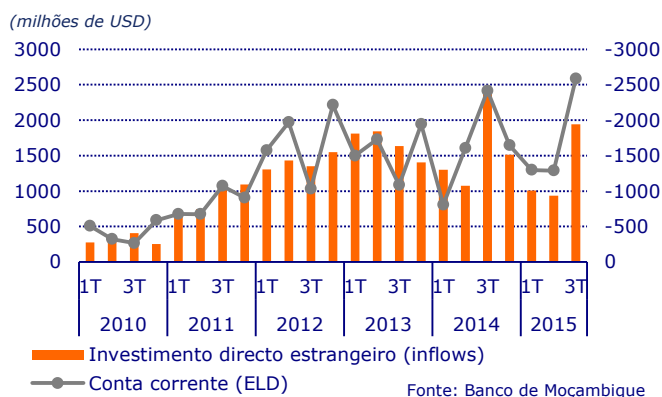
O Banco Central voltou a tornar a política monetária mais restritiva



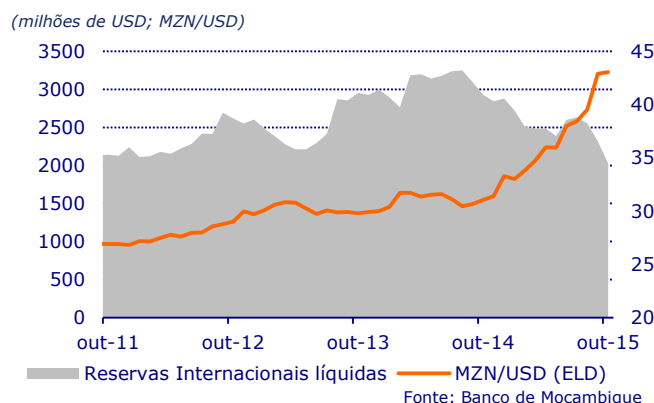
Perante uma subida significativa da taxa de inflação



Défice de conta corrente agrava-se, e invest. estrang. desacelera (em termos acumulados, no ano)



Reservas internacionais pressionadas pelo agravamento das contas externas



ECONOMIAS

ÁFRICA DO SUL - ACTIVIDADE ECONÓMICA DESACELEROU NO 3T

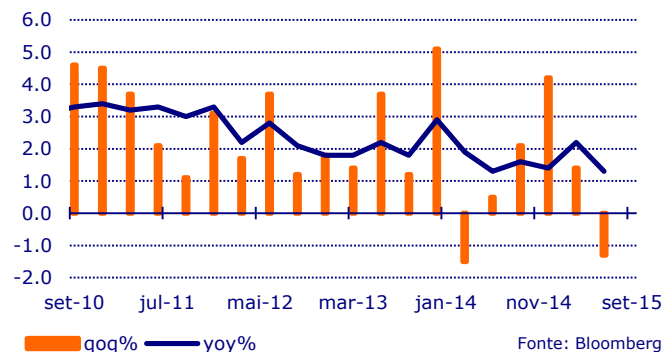
□ **A actividade económica expandiu 1.0% em termos homólogos e 0.7% em cadeia no 3T** (vs +1.3% y/y e -1.3% q/q no trimestre anterior), potenciada pelo desempenho da indústria transformadora e comércio (+6.2% q/q e +2.5% q/q, respectivamente), assim como pelos serviços financeiros e imobiliário, que continuaram a beneficiar de um ritmo de crescimento robusto (+2.8% q/q). Desempenho distinto foi registado na agricultura e indústria extractiva. No primeiro caso, a situação de seca no país afectou a produção agrícola, levando o sector a contrair pelo terceiro trimestre consecutivo (-12.6% q/q). No segundo, a menor produção de carvão e outros minérios metálicos (como a platina) e de diamantes levou a uma queda em cadeia de 9.8%. As perspectivas de crescimento do país continuam limitadas pelas falhas de electricidade, baixos níveis de confiança dos empresários e dos consumidores, fraca procura interna e externa, baixos preços das *commodities*, e o impacto negativo da situação de seca que subsiste no país.

□ **A taxa de inflação em Novembro acelerou ligeiramente face ao mês anterior, registando +4.8% y/y** (vs +4.7% y/y no mês anterior). A impulsionar este desempenho esteve o aumento dos preços da habitação e *utilities* (+6.4% y/y) e da alimentação e bebidas não alcoólicas (+4.8% y/y). Estas rubricas têm condicionado a evolução do índice geral de preços na África do Sul, registando, em Outubro, contributos para a taxa de inflação anual de 1.6 e 0.7 pontos percentuais, respectivamente. Mais importante do ponto de vista de política monetária é o desempenho da taxa de inflação *core* (excluindo a alimentação, bebidas não alcoólicas e energia), que atingiu o ritmo mais baixo desde Agosto de 2013 (+5.1% y/y). Em termos mensais, a taxa de inflação foi de +0.1%.

□ **Na última reunião de Novembro, o Comité de Política Monetária do Banco Central da África do Sul decidiu aumentar a taxa de juro de referência em 25 pontos base para 6.25%**, o nível mais elevado desde Outubro de 2010. Ainda que a taxa de inflação tenha permanecido pouco alterada desde a última reunião, o banco central considerou que os riscos de aumento são agora mais acentuados. Em causa, está a persistente depreciação do rand face ao dólar, o eventual aumento das tarifas de electricidade e dos preços da alimentação, devido à seca que afecta o país. **Adicionalmente, a instituição reviu em baixa o crescimento económico para 2015 e 2016 para 1.4% e 1.5%, respectivamente**, e manteve inalterada a taxa de crescimento para 2017 em 2.1%.

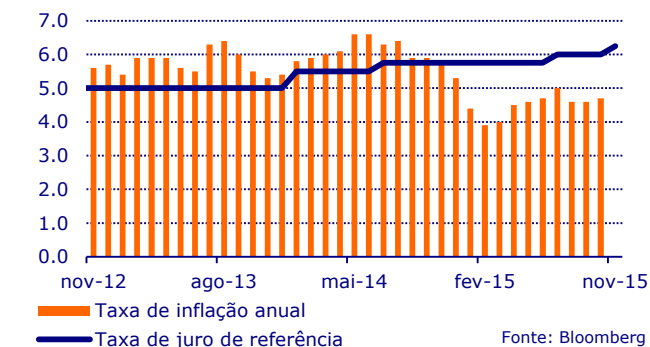
Actividade económica desacelera em termos homólogos

(taxa de crescimento %)



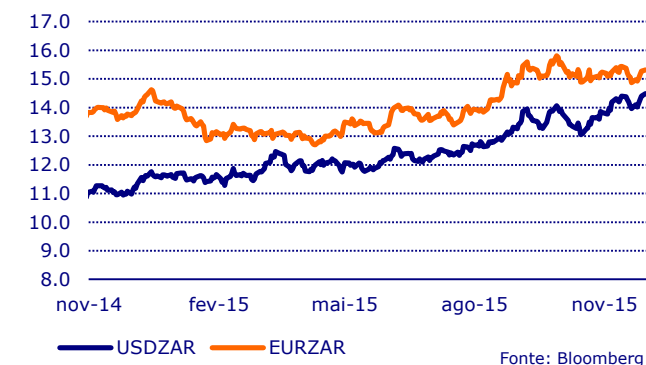
Os baixos preços do petróleo têm permitido manter a taxa de inflação moderada...

(percentagem)



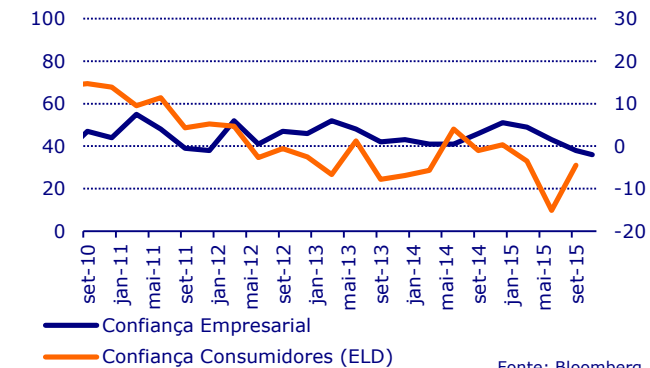
... mesmo que o rand continue sobre pressão

(Rands por USD; Rands por EUR)



A confiança dos consumidores melhorou, embora se mantenha baixa, em termos histórico

(pontos; pontos)



MERCADO CAMBIAL

MERCADOS

É PROVÁVEL QUE O ANO TERMINE COM O EUR/USD EM MÍNIMOS

▫ Embora o efeito da recente decisão do BCE tenha sido excessivo no que respeita ao EUR/USD, dadas as expectativas existentes no mercado, o ano ainda não terminou já que é esperada outra grande decisão, possivelmente a mais aguardada em relação à Reserva Federal norte-americana. De facto, investidores e operadores de mercado ficaram decepcionados com as medidas anunciadas pelo BCE, pois o sentimento geral ansiava pela disponibilidade de uma maior almofada financeira e por uma descida dos juros mais significativa, o que provocou turbulência e volatilidade em inúmeros activos. O EUR/USD, que antes cortejava mínimos tendo mesmo registado 1.0538 (mínimo desde Abril), efectuou um movimento de correcção rápido e expressivo até 1.0980. Dado o nervosismo e a volatilidade, fecharam-se posições longas em dólares contra euros e tomaram-se proveitos antecipadamente.

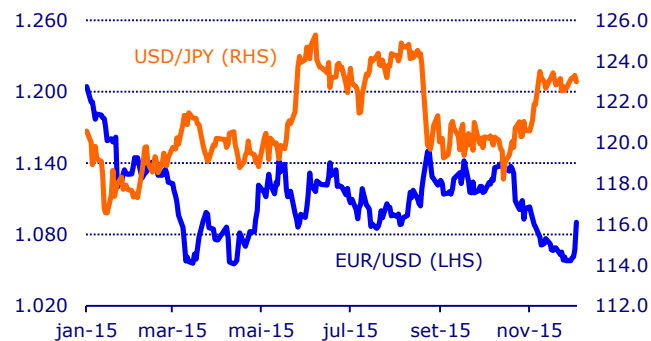
▫ Agora, as atenções concentram-se na reunião do comité monetário da Fed (o FOMC), que se realiza dia 16 do corrente, onde poderá ser decidido o início da normalização das taxas de juro nos EUA. Embora às autoridades não interessassem um dólar ainda mais forte (o índice efectivo do câmbio do dólar face a um cabaz das principais moedas ultrapassou o nível dos 100 pontos, facto que não acontecia desde 2003), acreditamos que uma subida da taxa dos *fed funds* (em 25 pontos, por exemplo) poderá trazer o EUR/USD para valores próximos de 1.05. No futuro, se começar a ganhar expressão que vai levar algum tempo uma nova subida, a estabilização será o caminho mais provável. Inversamente, subidas graduais e sistemáticas das taxas de juro (em escada) podem trazer o câmbio âncora para a paridade.

▫ Entretanto, os indicadores económicos norte-americanos continuam a mostrar uma economia robusta, nomeadamente ao nível do mercado de trabalho: em Novembro foram gerados 211 mil novos empregos e os valores de Outubro e Setembro foram revistos para 298 (271 mil antes) e 145 (137 mil antes) mil novos postos de trabalho, respectivamente. A taxa de desemprego permaneceu inalterada em 5.0%.

▫ Tal como o BCE, também o Banco do Japão (BoJ) tem tido dificuldade em gerar inflação, ainda mais quando o objectivo da autoridade monetária se situa nos 2% (em ambos). Com inflação a zero, ou mesmo negativa, o BoJ poderá em breve introduzir novas medidas de *quantitative easing*. Neste contexto, é provável que o USD/JPY possa de vez testar e ultrapassar a área dos 125 ienes por dólar e chegar aos 130.

Iene resiste ao dólar e euro corrige perdas para a moeda norte-americana

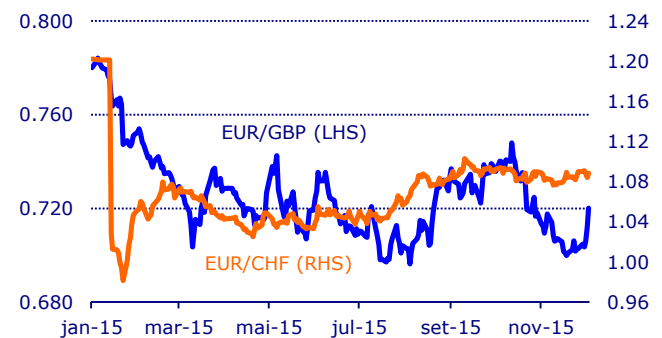
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

CHF estabilizado pelo banco central e EUR recupera de mínimos em relação ao USD

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



Fonte: Reuters, BPI

Verifica-se uma diminuição da volatilidade

04.Dez.15

Moedas	Novembro	Últimos 6 meses	Último ano
EUR/USD	9.8198	10.5896	11.7145
USD/JPY	5.9355	8.0362	7.7513
EUR/JPY	8.6863	9.0202	10.3629
EUR/GBP	7.9468	9.4167	9.6631
EUR/CHF	4.4671	5.7632	18.0646

Fonte: BPI.

Custos de Financiamento em Moeda Estrangeira

04.Dez.15

se contraído.....	há 3 meses	há 6 meses	há 1 ano
USD	0.34%	0.28%	0.26%
EUR ⁽¹⁾	-0.04%	-0.01%	0.08%
YEN	0.09%	0.10%	0.11%
GBP	0.59%	0.57%	0.56%
CHF	-0.73%	-0.78%	-0.12%

Nota: Neste cálculo recorre-se às LIBORs das moedas, excluindo pagamento de impostos. As taxas apresentadas são anualizadas para permitir a comparação entre diferentes prazos.

⁽¹⁾ Taxas EURIBORs

MERCADOS

MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)

ECONOMIAS EMERGENTES EM ALERTA

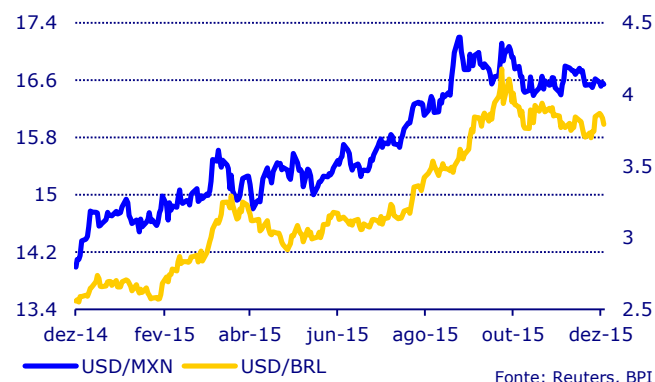
□ A principal atenção das economias emergentes está centrada na reunião de final de ano do comité de política monetária da Reserva Federal norte-americana (FOMC), de onde pode sair o início da normalização das taxas de juro do dólar. O financiamento mais caro dos défices destas economias é um cenário pouco atractivo, que poderá gerar alguma turbulência nos mercados financeiros locais. Contudo, será necessária uma análise mais fina da possível subida da taxa dos *fed funds*. Se ficar claro que após uma única subida, o processo será lento, é um facto que o mercado já descontou esta possibilidade e há muito que grande parte das moedas dos emergentes sofreu movimentos de depreciação significativos. Assim, poderá ser um factor de mercado mais diminuído. Factores mais fortes são os cenários económicos decepcionantes em potências regionais de grande peso, como o Brasil ou a Rússia.

□ De facto, no Brasil, a situação económica está a revelar-se mais preocupante do que se previa – o PIB brasileiro registou uma quebra homóloga de 4.5% entre Julho e Setembro, com todos os sectores de actividade a contrair, o que poderá configurar uma recessão severa. A crise económica não está dissociada de uma crise de confiança, onde o poder político está a ser posto em causa por escândalos de corrupção. É provável que, em breve, as agências de *rating* venham avaliar de forma negativa o país. Neste contexto, é provável que o BRL mostre um aumento da volatilidade, para além de poder vir a perder mais valor. Para já, o USD/BRL poderá manter-se próximo dos 4 reais por dólar.

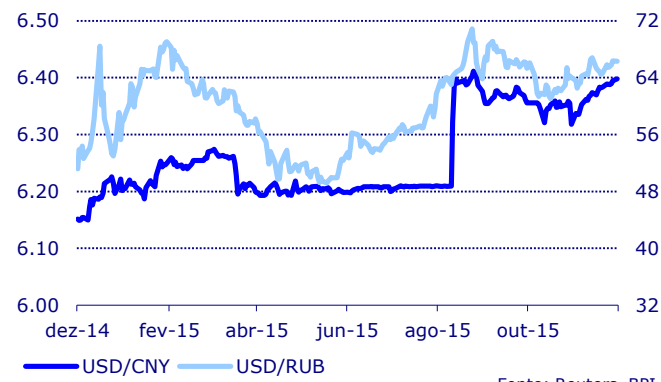
□ Perante o desejo de internacionalização do renminbi (CNY), e de esta se vir a tornar uma moeda com maior importância nas transacções comerciais e financeiras a nível mundial, a China recebeu recentemente a notícia de que a sua moeda passa a fazer parte do cabaz de moedas que compõem o Direito de Saque Especial (SDR) do FMI. Assim, com um peso de 10.92%, a moeda chinesa entra no clube das moedas elite. Esta decisão dificilmente terá qualquer impacto económico significativo e dificilmente irá influenciar o comportamento da taxa de câmbio de CNY. Entretanto, o USD/CNY tem vindo a mostrar uma dinâmica de subida, encontrando-se perto de 6.40. Desde Novembro, o CNY perdeu 1.3% em relação ao dólar, existindo factores internos importantes. Recentemente, os indicadores confirmaram a solidez do abrandamento da actividade industrial. O PMI da manufatura caiu de 49.8 para 49.6 pontos de Outubro para Novembro.

Real brasileiro (BRL) e peso mexicano (MXN) mostram-se mais estáveis face ao USD

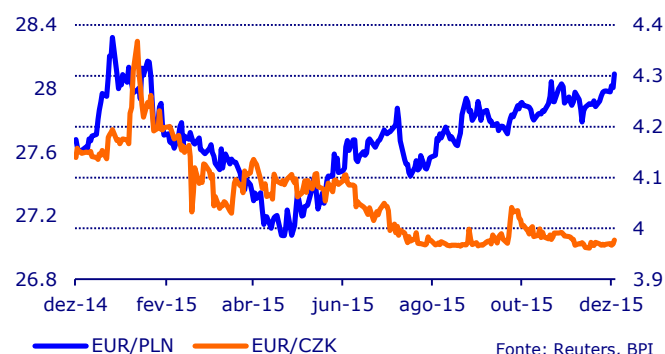
(x pesos por USD; x reais por USD)


Rublo (RUB) e yuan (CNY) mantêm-se próximos dos valores mais fracos em relação ao USD

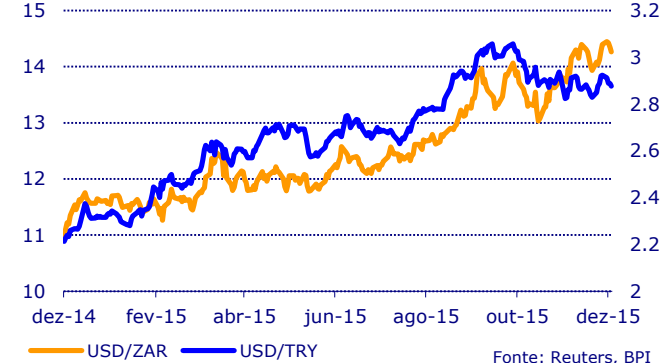
(x yuans por USD; x rublos por USD)


Zloty polaco (PLN) continua a perder valor para o euro, enquanto a coroa checa (CZK) está fixa

(x zlotis por EUR; x coroas checas por EUR)


Lira turca (TRY) corrige perdas, enquanto rand da África do Sul (ZAR) continua a perder valor

(x rands por USD; x liras turcas por USD)



, MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

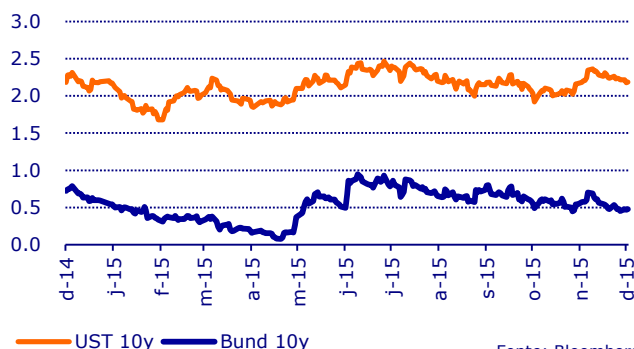
INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA SÃO OS PRINCIPAIS DRIVERS

▫ **Mercados desenvolvidos:** nos EUA, as *yields* do *USTreasury* a 10 anos transaccionaram num intervalo entre os 2.18-2.36% ao longo do mês de Novembro, apresentando no mesmo período uma tendência descendente. A permanência da taxa de inflação em níveis reduzidos e a expectativa de que o provável início do ciclo de subida de taxas por parte da Reserva Federal será muito gradual, são os principais factores por detrás deste comportamento. Até ao final do ano, as perspectivas são de que os níveis se mantenham próximo dos actuais, mas ao longo de 2016, espera-se uma correcção gradual, podendo a *yield* do UST 10 anos subir para níveis mais próximos dos 3%. Na zona euro, o intervalo de transacção para o *Bund* alemão foi 0.45-0.7%, encerrando o mês próximo do mínimo. A expansão do programa de compra de activos por parte do BCE, associado aos baixos níveis de inflação, justificam o comportamento do mercado de taxa fixa na zona euro. Em 2016, as *yields* destes títulos deverão manter-se em níveis reduzidos, podendo, no entanto, aproximar-se de 1% no final de 2016.

▫ **Mercados periféricos:** continuam a beneficiar do suporte dado pelo programa de compra de activos da autoridade monetária da UEM, mas os prémios de risco face ao *benchmark* alemão encontram-se longe dos mínimos observados durante o ano. Em Portugal, o *spread* face ao *Bund* está 51 pontos base acima do mínimo observado em Março (129 pontos base); em Espanha e em Itália, o *spread* está 15 e 6 pontos base acima do mínimo, respectivamente. Em 2016, os prémios de risco deverão manter-se contidos, beneficiando do suporte do BCE, mas a tendência será de algum agravamento, tendo em conta a existência de alguns factores de risco associados a eleições próximo do fim de 2015 (Espanha) ou em 2016 (Irlanda) e dada a perspectiva de que as políticas fiscais adoptarão um cariz mais expansionista.

Mercado de Dívida Pública: Taxas nominais

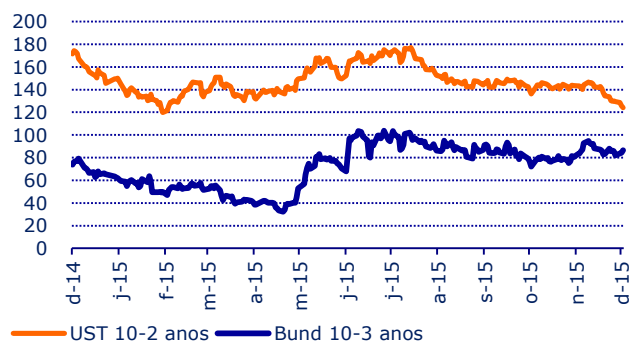
(%)



Fonte: Bloomberg

Curva de rendimentos

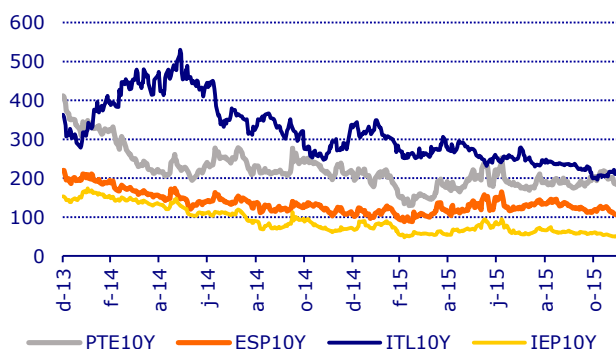
(pontos base)



Fonte: Bloomberg, cal. BPI

UEM: Mercados mais afectados

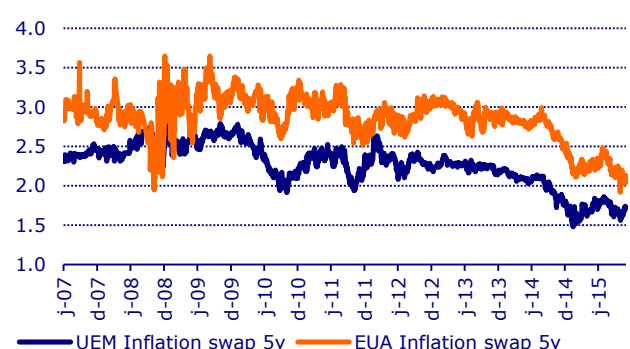
(Spread face ao Bund alemão 10 anos (p.b.))



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Expectativas inflacionistas

(%)



Fonte: Bloomberg

MERCADOS

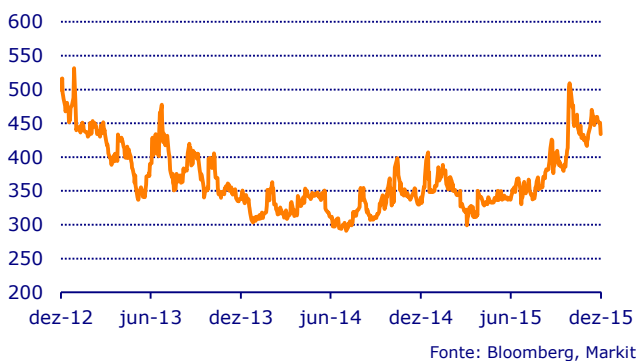
MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA

TAXAS DE INCUMPRIMENTO AUMENTAM

- **As emissões de obrigações continuaram a beneficiar de um bom momento.** As emissões denominadas em euros aceleraram em Outubro até meados de Novembro depois de o BCE ter sinalizado uma provável expansão do programa de *quantitative easing*. Ao mesmo tempo, no mercado norte-americano, com a Fed a preparar-se para subir as taxas de juro, as empresas foram estimuladas a aproveitar os baixos custos de financiamento, refugiando-se maioritariamente em activos com maior qualidade creditícia e maturidades mais longas, e recorrendo ao mercado europeu, onde as taxas estão mais baixas (através da emissão dos chamados *reverse Yankee*). Para além disso, o aumento das emissões foi também impulsionado pela onda de fusões e aquisições.
- **Entretanto, o alargamento dos *spreads* no segmento de *rating high-yield* nos EUA continua a apontar para inversão de ciclo no mercado de crédito.** Os investidores estão a requerer um prémio de risco mais elevado para a compra de obrigações corporativas com menor qualidade, o que se traduziu numa subida dos *spreads* para níveis não observados desde 2013 de cerca de 450 pontos base, e numa subida das *yields* (de acordo com o índice da Moody's as *yields* do segmento Baa subiram em média para 5.51%, o valor mais elevado desde meados de 2013, e que compara com uma média de 4.29% no início do ano). Ainda assim, deve-se salientar que as *yields* partiram de um ponto particularmente baixo em termos históricos e que grande parte deste agravamento reflecte os constrangimentos das empresas do sector energético.
- **Neste contexto, os níveis de incumprimento têm vindo a aumentar, e as agências de *rating* prevêem um agravamento dos *defaults* para os próximos 12 meses.** De acordo com a S&P, o total de *defaults* acumulados em 2015 subiu para mais de 100, pela primeira vez desde 2009. Durante o mesmo período do ano de 2015 o número de *defaults* fixou-se em 53 a nível global. Para além disso, a agência de *rating* estima que a taxa de incumprimento para as empresas nos EUA com *rating* especulativo deverá aumentar para 3.3% até Setembro de 2016, o que compara com uma taxa de 2.5% em Setembro deste ano, e de 1.6% em Setembro de 2014.

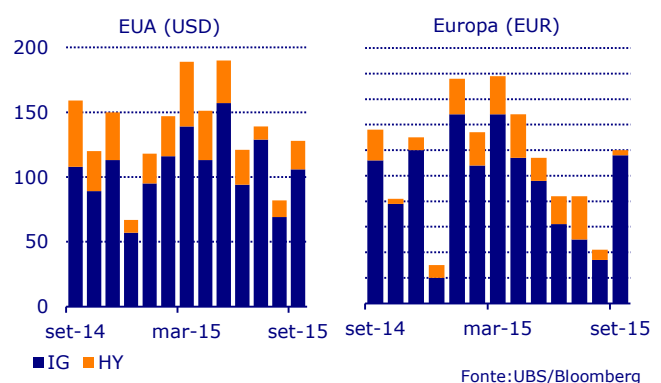
Spreads da dívida face ao swap US - High Yield

(pontos base)



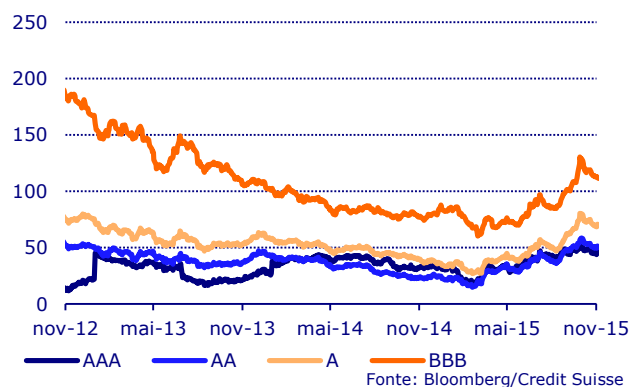
Emissões mercado primário

(mil milhões de USD e EUR)

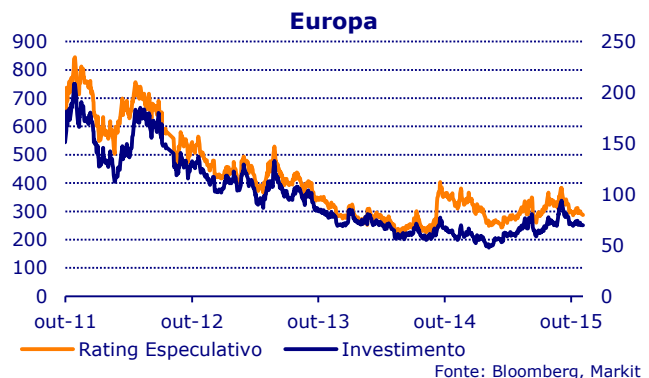


Spreads da dívida diversa face ao swap (Europa)

(pontos base)

CDS Index Spread
(Generic iTraxx Europe - 5yr)

(pontos base)



MERCADOS ACCIONISTAS

MERCADOS

ACÇÕES EUROPEIAS DESLIZAM FACE ÀS MEDIDAS DESAPONTANTES DO BCE

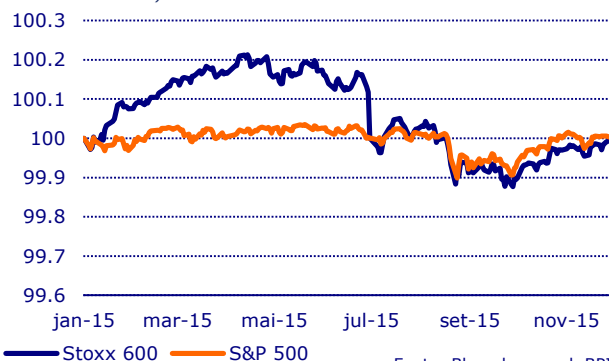
□ **O último mês foi favorável para as acções, especialmente na Zona Euro, Japão e China.** Por outro lado, no Reino Unido e Estados Unidos registaram-se desempenhos mais modestos (+1.8% e 0.1% no caso do FTSE 250 e S&P 500, respectivamente), explicado pelo facto de os respectivos bancos centrais ponderarem subir as taxas de juro de referência em breve. Perante este cenário, é expectável que as acções da área do euro continuem a ser um dos activos preferidos pelos investidores. Em causa estará o facto de os resultados das empresas europeias demonstrarem sinais de recuperação (nos EUA estão próximos de níveis máximos) e pelo aumento recente dos estímulos monetários por parte do BCE. Ainda assim, as medidas recentemente anunciadas pela instituição acabaram por ficar aquém do que o mercado antecipava, levando a quedas substanciais nas principais praças europeias logo após o anúncio das novas medidas.

□ **O mercado accionista alemão tem vindo a destacar-se face aos seus pares europeus (registra uma valorização acumulada de 17% desde o início do ano),** explicado pelo reduzido peso que as empresas mineiras e petrolíferas (as que têm sido mais penalizadas) têm no DAX, bom desempenho das acções mais cíclicas, que beneficiam do facto do abrandamento da economia chinesa já ter sido incorporado nas perspectivas dos investidores, e da desvalorização do euro. **No mês passado, a bolsa portuguesa desvalorizou 2.2%,** contrariamente ao registado no mês anterior (+8.3%). No entanto, segundo notícias divulgadas na imprensa, importa destacar que as empresas que compõem o PSI-20 conseguiram registar um lucro acumulado de EUR 2.55 mil milhões nos primeiros 9 meses do ano, comparativamente a EUR 1.93 mil milhões no mesmo período do ano anterior (de acordo com a imprensa local), o que resulta no melhor desempenho desde 2010. O melhor ambiente económico interno, custos financeiros mais baixos e margens operacionais mais elevadas foram os principais factores que impulsionaram os resultados das cotadas nacionais.

□ **Os atentados de Paris deverão ter um impacto limitado nos mercados accionistas.** Os analistas consideram que estes eventos deverão ter um impacto limitado nos mercados accionistas, visível no curto prazo e afectando de forma mais significativa os sectores da economia relacionados com o consumo (turismo, lazer e retalho). Os principais efeitos poderão ocorrer no nível de incerteza em certos sectores e no sentimento dos investidores, efeitos análogos aos que decorreram de eventos semelhantes ocorridos no passado. Apesar disso, em 2005, depois dos ataques de Londres, o mercado accionista do país recuperou das perdas alguns dias depois; nos ataques nos EUA, o mercado accionista recuperou todas as perdas num mês.

Potencial de valorização das acções europeias superior ao das norte-americanas

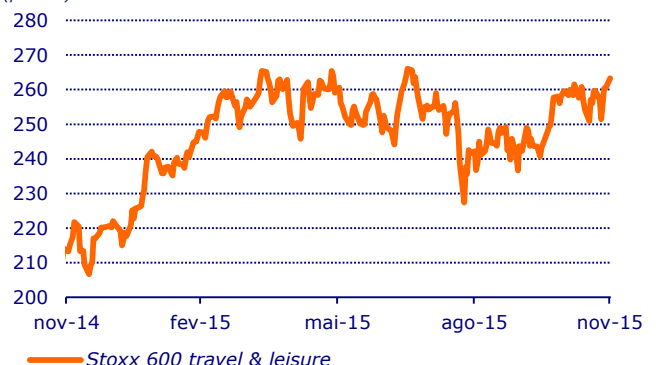
(base 100=Jan.2015)



Fonte: Bloomberg; cal. BPI

Atentados de Paris deverão ter um impacto limitado nos mercados accionistas

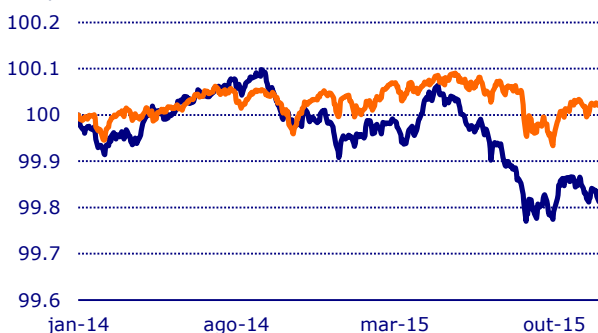
(pontos)



Fonte: Bloomberg

Investidores continuam receosos quanto ao ambiente económico nos países emergentes

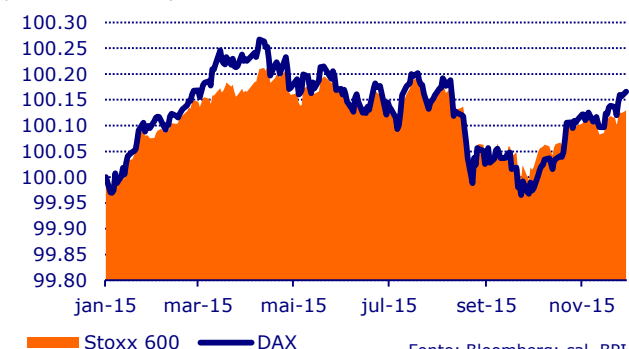
(pontos)



Fonte: Bloomberg; cal. BPI

Bolsa alemã destaca-se dos seus pares europeus

(base 100=Jan.2015)



Fonte: Bloomberg; cal. BPI

MERCADOS

MERCADO DE COMMODITIES

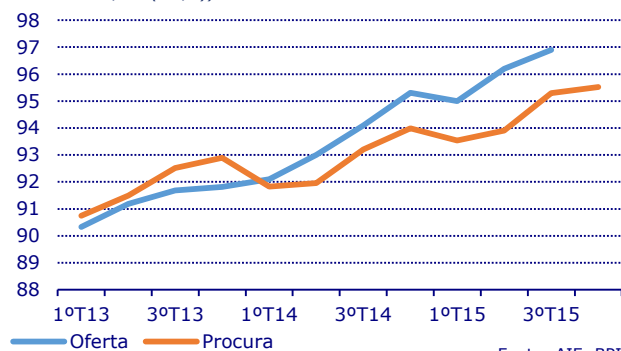
OPEP MANTÉM POLÍTICA E SOBE TECTO DE PRODUÇÃO DIÁRIA

Na sua última reunião, a OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) decidiu não alterar a sua política e acordou num novo tecto de produção em 31.5 milhões de barris por dia (mb/d). O anterior tecto estava definido nos 30 mb/d, mas este valor já não fazia sentido porque foi ultrapassado inúmeras vezes ao longo do ano. O desajustamento resultou do facto de ninguém querer estar a produzir abaixo das suas capacidades (inclusive a Arábia Saudita, principal produtor em termos nominais) e de o Irão ter regressado ao mercado, depois do acordo conseguido com o Ocidente acerca da sua política nuclear. É também importante referir que a Indonésia vai retomar a sua participação na organização. Ou seja, este valor indicativo de 30 mb/d já não correspondia à realidade e o novo tecto, de 31.5 mb/d, corre o risco de estar igualmente desfasado. No último ano, a estratégia da Arábia Saudita tem sido de tentar anular a produção dos EUA, através da forte queda dos preços, fazendo com que a produção através do xisto (mais cara e que teve sucesso entre 2011 e 2014) deixe de ser rentável, para além de tentar contrariar a quase situação de auto-suficiência dos EUA. Do mesmo modo, a OPEP quer ver restaurada a sua importância através do aumento de quota e voltar a ter o poder de conduzir os preços no mercado mundial. Esta estratégia tem sido possível porque a Arábia Saudita tem importantes reservas financeiras e de moeda estrangeira e um défice público reduzido, mas com o preço do crude perto dos \$40, será muito difícil manter esta situação durante muito tempo. Também para os restantes países da OPEP é igualmente importante, em termos financeiros, ter um preço estável dentro de um intervalo que pode variar entre os \$80 e os \$100.

Entretanto, é público que a OPEP quer manter contacto com países fora da organização, como a Rússia, o México e o Cazaquistão, de modo a haver um maior controlo da produção a favor de um preço do petróleo mais alto e de maiores receitas. Por outro lado, é possível que a política seguida pela Arábia Saudita possa ter causado alguns estrangulamentos aos produtores norte-americanos, apesar da resiliência mostrada. Aguarda-se evolução do mercado ao longo dos próximos meses. Para já o preço do Brent encontra-se no patamar mínimo dos \$42 e a principal referência de suporte são os \$36 registados em Dezembro de 2008.

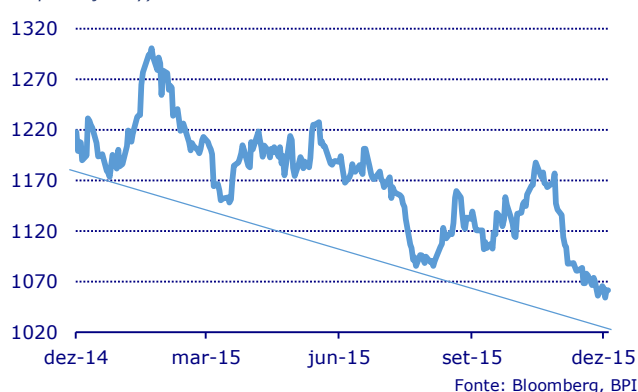
Embora seja crescente a evolução tanto da produção como do consumo, amplia-se o gap

(milhões barris/dia (mb/d))



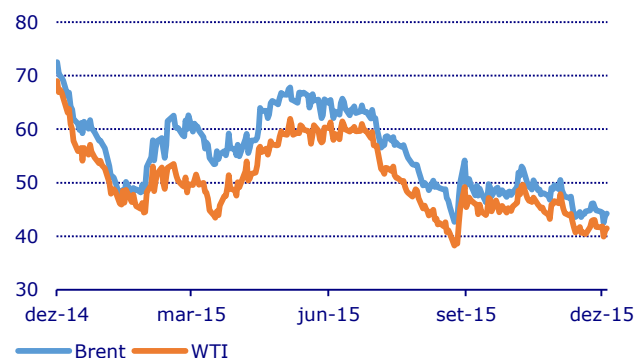
Acentua-se a tendência de queda do preço do ouro

(USD por onça troy)



Os preços do petróleo cortejam níveis mínimos, com a OPEP a não alterar política

(USD por barril))



Produção mundial de crude

(milhões de barris por dia; %)

	3ºT 2015	peso %
OPEP	38.28	39.5%
Arábia Saudita	10.27	10.6%
Irão	2.87	3.0%
Iraque	4.24	4.4%
Emir. Árabes Unidos	2.92	3.0%
Kuwait	2.76	2.8%
Zona neutral	0.04	0.0%
Qatar	0.64	0.7%
Angola	1.77	1.8%
Nigéria	1.80	1.9%
Líbia	0.38	0.4%
Argélia	1.12	1.2%
Equador	0.53	0.5%
Venezuela	2.40	2.5%
Outras especificidades	6.54	6.7%
Não OPEP	58.62	60.5%
TOTAL	96.90	100.0%

Fonte: AIE, BPI

Agostinho Leal Alves

Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ./PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
E.U.A.	1.5	0.5	1.9	-4.6	-3.7	-3.1	99.3	100.3	99.8	-2.3	-2.5	-2.7	6.2	5.4	4.9	2.4	2.5	2.6
Japão	2.6	0.7	0.9	-7.1	-6.2	-5.4	233.7	235.6	237.1	0.5	3.0	3.1	3.6	3.5	3.3	0.0	0.7	1.2
UE	0.6	0.0	1.1	-3.0	-2.5	-2.0	88.4	88.3	87.6	1.6	2.2	2.2	10.2	9.5	9.2	1.4	1.9	2.0
UEM	0.4	0.1	1.1	-2.5	-2.1	-1.8	93.5	93.4	92.3	2.4	2.9	2.8	11.6	11.0	10.5	0.9	1.5	1.8
Alemanha	0.9	0.3	1.4	0.6	0.6	0.5	74.5	71.1	68.2	7.6	8.4	7.7	5.6	5.3	5.1	1.6	1.6	1.9
França	0.6	0.1	1.0	-4.0	-3.8	-3.0	95.5	96.9	97.7	-1.0	-0.4	-0.4	10.2	10.2	10.1	0.2	1.2	1.5
Itália	0.2	0.2	1.0	-3.0	-2.7	-2.2	132.1	133.2	132.2	1.9	2.2	2.3	12.7	12.3	11.9	-0.4	0.8	1.4
Espanha	-0.2	-0.5	0.8	-5.8	-4.5	-3.3	98.0	99.6	100.1	0.8	1.0	1.0	24.5	22.2	20.3	1.4	3.1	2.6
Holanda	0.3	0.4	1.3	-2.4	-1.9	-1.5	68.5	68.3	67.1	10.5	10.3	9.9	7.7	7.3	7.1	1.0	1.9	1.9
Bélgica	0.5	0.5	1.5	-3.2	-2.8	-2.4	106.5	107.2	106.7	1.2	2.2	2.1	8.5	8.5	8.3	1.1	1.3	1.5
Áustria	1.5	0.9	1.7	-2.6	-2.0	-1.8	85.4	86.9	86.0	1.3	1.6	1.8	5.6	5.8	5.8	0.4	0.7	1.5
Finlândia	1.2	0.1	0.8	-3.1	-3.0	-2.7	59.4	62.2	64.3	-1.5	-0.6	-0.4	8.6	9.2	9.2	-0.3	0.3	0.8
Grécia	-1.4	-1.2	0.2	-3.4	-3.6	-3.0	177.4	182.2	185.7	0.5	0.5	1.2	26.5	26.1	26.3	0.7	-1.1	-0.9
Irlanda	0.4	1.0	1.8	-4.0	-2.3	-1.5	109.1	105.6	101.6	4.5	5.2	5.3	11.3	9.5	8.4	5.0	5.4	4.3
Reino Unido	1.5	0.3	1.5	-5.3	-4.1	-2.6	88.9	90.0	90.0	-5.4	-4.6	-4.1	6.2	5.4	5.2	2.9	2.5	2.4
Suécia	0.0	0.6	1.5	-1.9	-1.3	-0.8	43.4	43.5	42.4	6.3	6.6	6.5	7.9	7.7	7.6	2.3	2.9	2.9
Dinamarca	0.5	0.7	1.6	-0.3	-2.1	-2.4	45.1	42.1	42.0	6.4	6.8	6.7	6.5	6.2	6.0	1.1	1.7	2.0
Luxemburgo	0.7	0.9	2.0	0.4	0.1	0.4	23.9	24.9	25.6	5.4	4.7	4.9	6.8	6.7	6.6	4.0	3.5	3.2
Suíça	0.0	-1.0	-0.1	0.6	0.5	0.5	42.2	41.7	40.9	8.4	7.9	8.0	3.5	3.6	3.7	1.9	0.9	1.4
Portugal	-0.2	0.6	1.1	-5.5	-3.1	-2.6	130.0	126.9	108.9	1.2	1.4	2.0	13.9	12.6	11.8	0.9	1.6	1.7

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		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Brasil	6.3	8.8	6.5	0.2	-2.8	-0.9	4.8	7.0	9.0	65.2	69.9	74.5	-4.0	-7.7	-6.7	-4.5	-3.9	-3.3	32.3	45.4	49.6
México	4.0	2.8	3.4	2.1	2.3	2.8	4.8	4.4	4.3	49.8	52.0	52.1	-3.2	-3.5	-3.0	-2.1	-2.5	-2.5	34.5	40.5	40.2
Argentina	25.1	16.0	28.0	0.5	0.5	0.6	7.4	7.7	8.5	45.3	52.1	55.1	-0.2	-6.0	-4.0	-1.1	-1.6	-1.8	30.8	30.7	29.1
Chile	4.4	4.4	3.9	1.9	2.2	2.5	6.3	6.5	6.9	15.1	18.1	20.0	-2.0	-3.0	-2.5	-1.2	-0.4	-0.8	56.5	59.4	58.2
R. Checa	0.4	0.5	1.5	2.0	3.8	2.7	6.1	6.5	6.0	42.6	40.6	40.0	-1.7	-2.0	-1.7	0.6	0.7	0.5	60.9	64.4	68.0
Polónia	0.0	-0.8	1.3	3.4	3.5	3.5	9.0	10.5	9.5	50.1	51.1	51.0	-3.3	-2.8	-2.8	-1.3	-0.5	-1.1	64.4	70.0	70.9
Hungria	-0.2	0.2	2.3	3.6	2.9	2.4	7.3	7.4	7.0	77.0	75.3	74.2	-2.9	-2.5	-2.4	3.3	4.7	4.2	104.5	110.8	107.9
Rússia	7.8	15.4	8.0	0.6	-3.9	0.2	5.2	6.0	6.0	17.8	20.4	21.0	-0.7	-3.4	-2.5	3.4	5.2	4.5	32.1	39.3	36.7
China	2.0	1.6	2.0	7.3	6.9	6.5	4.1	4.1	4.2	41.1	43.2	46.0	-1.8	-2.5	-2.5	2.1	2.7	2.5	8.6	8.3	8.1

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*		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
EUA	2.4%	2.5%	2.7%	1.6%	0.2%	1.8%
Zona Euro	0.9%	1.4%	1.7%	0.4%	0.1%	1.1%

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

	2014	2015	2016
Consumo privado	2.0	3.0	2.0
Consumo público	-0.7	0.4	0.3
Formação Bruta de Capital	5.2	3.7	0.5
Exportações	3.4	5.2	4.3
Importações	6.2	7.2	2.8
PIB	0.9	1.5	1.8
Défice Orçamental (PDE)	7.2	2.9	3.2
Taxa de inflação média	-0.3	0.5	0.8
Taxa média de desemprego	13.9	12.6	12.2

PREVISÕES

Taxas de Câmbio

04.Dez.15

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.09	1.05	1.05	1.05	1.11
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.05	1.00	1.05	1.10
USD/JPY	123.13	124.00	125.00	125.00	123.50
USD/JPY (Prev. BPI)	-	125.00	130.00	125.00	123.00
EUR/JPY	133.98	130.00	130.00	131.00	139.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	131.25	130.00	131.25	135.30
EUR/GBP	0.72	0.70	0.69	0.69	0.72
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.70	0.69	0.70	0.71
EUR/CHF	1.09	1.08	1.10	1.11	1.14
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.08	1.07	1.08	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

04.Dez.15

	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	-0.12%	-0.15%	-0.17%	-0.21%	-0.18%	-54	-54	-77	-99	-133
EUR (Prev. BPI)	-	-0.12%	-0.13%	-0.13%	-0.10%	-	-60	-85	-95	-140
USD	0.42%	0.46%	0.69%	0.91%	1.27%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.45%	0.65%	0.75%	1.25%	-	-	-	-	-
JPY	0.07%	0.11%	0.10%	0.11%	0.13%	-35	-35	-59	-80	-114
JPY (Prev. BPI)	-	0.07%	0.08%	0.08%	0.08%	-	-38	-57	-67	-117
GBP	0.57%	0.61%	0.72%	0.86%	1.25%	15	15	3	-5	-2
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.75%	1.00%	-	15	0	0	-25
CHF	-0.82%	-0.77%	-0.79%	-0.78%	-0.77%	-124	-123	-148	-169	-204
CHF (Prev. BPI)	-	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-	-135	-155	-165	-215
Taxas de juro 10 A										
POR	2.27%	2.20%	2.35%	2.35%	2.55%	8	-4	-5	-21	-25
POR (Prev. BPI)	-	2.25%	2.35%	2.35%	2.55%	-	-5	-15	-25	-45
ALE	0.48%	0.57%	0.63%	0.77%	1.01%	-171	-167	-177	-179	-179
ALE (Prev. BPI)	-	0.45%	0.65%	0.75%	1.00%	-	-180	-185	-185	-200
EUA	2.19%	2.24%	2.40%	2.56%	2.80%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.25%	2.50%	2.60%	3.00%	-	-	-	-	-
JAP	0.33%	0.33%	0.37%	0.42%	0.56%	-186	-191	-203	-214	-224
JAP (Prev. BPI)	-	0.35%	0.35%	0.45%	0.50%	-	-190	-215	-215	-250
RU	1.76%	1.93%	2.11%	2.27%	2.49%	-43	-31	-29	-29	-31
RU (Prev. BPI)	-	1.80%	2.10%	2.40%	2.50%	-	-45	-40	-20	-50
SUI	-0.01%	-0.24%	-0.16%	-0.03%	0.20%	-220	-248	-256	-259	-260
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.05%	0.15%	-	-226	-251	-255	-285

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-13	Nível actual 04-Dez-15	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%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	16-dez-15	+25 pb
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.25%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	21-jan-16	Sem alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.07%	5-Out-10 (-5 pb)	18-dez-15	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	1.00%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	20-jan-16	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	10-dez-15	Sem alteração
Outros Bancos Centrais						
Banco Nacional da Suíça	<i>Libor 3M do CHF</i>	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-jan-16	Sem alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.75%	-0.35%	01-07-15 (-10 bp)	15-dez-15	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.50%	0.75%	25-09-15 (-25 pb)	17-dez-15	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.20%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.50%	2.00%	5-Mai-15 (-25 pb)	02-fev-16	-
América Latina						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	10.00%	1425.00%	2-Set-15 (+50 bp)	20-jan-16	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.50%	3.00%	06-Jun-14 (-50 pb)	17-dez-15	-
Europa de Leste						
NBP (Polónia)	<i>Taxa de intervenção - 14 dias</i>	2.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	14-jan-16	-
NBH (Hungria)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	3.00%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	15-dez-15	-
CNB (República Checa)	<i>Repo Rate - 2 semanas</i>	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	16-dez-15	-

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

04.Dez.15

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
Taxas de câmbio					
USD/BRL	3.83	4.08	4.15	4.15	4.05
USD/MXN	16.50	17.00	16.80	16.74	16.10
USD/ARS	9.38	12.59	12.78	13.67	16.85
EUR/CZK	27.14	27.10	27.00	27.00	26.30
EUR/PLN	4.22	4.20	4.16	4.13	4.03
EUR/HUF	311.23	312.00	312.00	314.50	309.00
USD/RUB	61.83	68.00	68.65	69.04	64.50
USD/CNY	6.36	6.45	6.50	6.55	6.60

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

04.Dez.15

	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	14.25%	14.25%	14.40%	14.40%	13.60%	1383	1379	1371	1349	1233
MXN	3.00%	3.20%	3.40%	3.70%	4.10%	258	274	271	279	283
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1233	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.30%	0.30%	0.29%	0.33%	-13	-16	-39	-62	-94
PLN	1.63%	1.71%	1.47%	1.36%	1.43%	121	125	78	45	16
HUF	1.35%	1.35%	1.30%	1.30%	1.45%	93	89	61	39	18
RUB	12.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1158	-46	-69	-91	-127
CNY	4.35%	4.35%	4.20%	4.05%	4.05%	393	389	351	314	278
Taxas de juro 10 A										
BRL	5.59%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	6.02%	6.10%	6.15%	6.28%	6.43%	218	-	-	-	-
ARS	7.46%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.47%	0.59%	0.71%	0.83%	1.20%	-10	-	-	-	-
PLN	2.71%	2.80%	2.78%	2.85%	3.09%	215	-	-	-	-
HUF	3.29%	3.31%	3.41%	3.49%	3.63%	273	-	-	-	-
RUB	9.15%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	3.06%	3.24%	3.25%	3.23%	3.16%	250	-	-	-	-

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.

CARACTERIZAÇÃO DO SECTOR SECUNDÁRIO EM PORTUGAL (PARTE I)

Presentemente, o país está a iniciar um novo ciclo económico, depois de um período económico-financeiro muito exigente, colocando-se a necessidade de dinamizar os sectores produtivos nacionais. A crise veio mostrar, com maior pertinência, as tendências da actividade económica em Portugal nas últimas décadas: **concentração da actividade económica no sector terciário; redução da actividade nos sectores produtivos de bens transaccionáveis; fragilidades ao nível da competitividade; falta de diversificação das indústrias; etc.** Embora, no período mais recente o peso do sector e actividades transaccionáveis tenha vindo a aumentar, invertendo a tendência anterior, o sector secundário continua a evidenciar uma reduzida representatividade na actividade e no emprego. É neste contexto que surge esta nota, havendo necessidade de uma política industrial que dinamize as diferentes actividades. Evolução tecnológica e investimento em inovação são cruciais, assim como facilidades logísticas que facilitem o escoamento dos produtos (com a ferrovia incipiente, o transporte rodoviário tornou-se líder). As empresas industriais devem prosseguir o investimento na modernização dos processos produtivos, na inovação, no alargamento de mercados (aumento das exportações) e em práticas mais assertivas para alcançarem com sucesso os seus objectivos. Acrescem especificidades decisivas que assegurem uma melhor indústria: identificação de clusters e de produtos âncora; acesso ao crédito a custos razoáveis (melhoria do ranking da República Portuguesa é fundamental); matérias-primas e energia com custos semelhantes aos parceiros europeus; menos burocracia e uma justiça mais célere.

1. VALOR ECONÓMICO E SOCIAL DO SECTOR E O AMBIENTE ECONÓMICO

Valor Acrescentado Bruto (base=2011)

milhões de euros

	Total	Agric., silvicult. e pesca	Indúst.	Energia, água e saneamento	Construção	Comércio e repar. de veic., aloj. e rest.	Transp. e armaz., activ. de inform. e comunic.	Activ. financ., de seguros e imob.	Outras activ. de serviços
2010	158,325.9	3,463.4	21,536.1	5,058.1	9,225.8	28,658.4	13,176.1	27,219.7	49,988.4
2011	154,242.8	3,208.7	20,609.3	4,978.3	8,464.5	29,080.4	12,887.9	27,404.3	47,609.3
2012	147,361.6	3,211.7	19,801.9	5,189.4	7,171.3	29,071.2	12,360.9	26,691.8	43,863.2
2013	149,768.4	3,542.0	20,249.4	5,150.1	6,751.1	29,492.0	12,438.4	26,828.4	45,317.1
2014*	151,714.0	3,528.5	20,699.4	5,180.4	6,808.1	30,025.9	12,634.7	27,301.8	45,535.2
peso em %									
2010	100.0%	2.2%	13.6%	3.2%	5.8%	18.1%	8.3%	17.2%	31.6%
2011	100.0%	2.1%	13.4%	3.2%	5.5%	18.9%	8.4%	17.8%	30.9%
2012	100.0%	2.2%	13.4%	3.5%	4.9%	19.7%	8.4%	18.1%	29.8%
2013	100.0%	2.4%	13.5%	3.4%	4.5%	19.7%	8.3%	17.9%	30.3%
2014	100.0%	2.3%	13.6%	3.4%	4.5%	19.8%	8.3%	18.0%	30.0%

Fonte: Pordata, Banco BPI.
Notas: *valores previstos.

População empregada: total e por sector de actividade económica

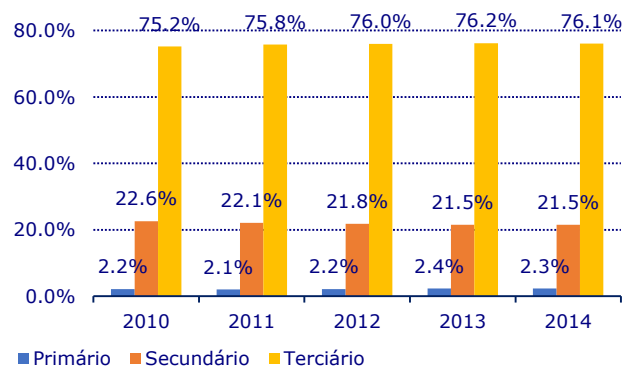
milhares de pessoas

	Total	Primário	Secundário	Terciário
2010	4,898.4	548.1	1,327.3	3,023.0
2011	4,740.1	483.9	1,272.9	2,983.2
2012	4,546.9	491.4	1,143.5	2,912.0
2013	4,429.4	453.1	1,049.7	2,926.6
2014	4,499.5	389.1	1,073.5	3,036.9
peso em %				
2010	100.0%	11.2%	27.1%	61.7%
2011	100.0%	10.2%	26.9%	62.9%
2012	100.0%	10.8%	25.1%	64.0%
2013	100.0%	10.2%	23.7%	66.1%
2014	100.0%	8.6%	23.9%	67.5%

Fonte: Pordata, Banco BPI.

VAB por sector de actividade (base=2011)

(% do total)



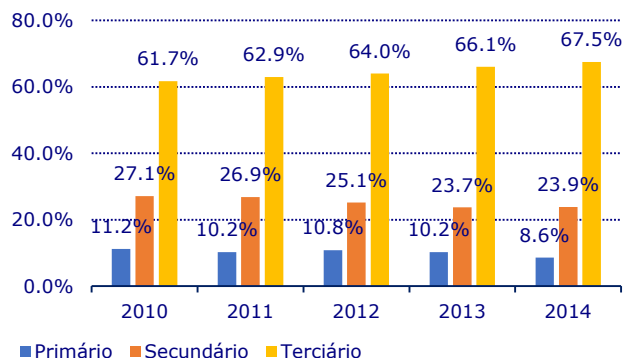
Fonte: Pordata, Banco BPI

OPINIÃO

Através dos dados dos últimos anos, é fácil concluir que à medida que a actividade económica em Portugal se foi terciarizando, a indústria foi perdendo importância económica e social. Em termos de VAB, do total de 152 mil milhões de euros em 2014, 21.5% correspondeu ao sector secundário (13.6% da Indústria; 4.5% da Construção; 3.4% da Energia, Água e Saneamento), numa continuada tendência decrescente (-9% de 2010 a 2014). Do mesmo modo, em termos de emprego, o sector secundário viu reduzir de forma expressiva a mão-de-obra utilizada. Em 2014, de um total de 4.5 milhões de indivíduos empregados, 23.9% trabalhavam no sector secundário. Embora tenha estabilizado a diminuição do número de trabalhadores no último ano, de 2010 a 2014 foram destruídos 19% dos empregos do sector (cerca de 254 mil postos de trabalho).

Emprego por sector de actividade

(% do total)



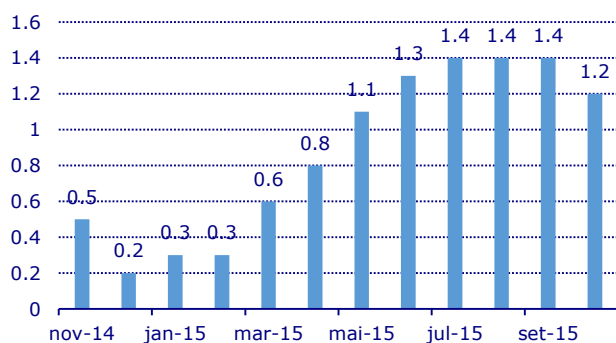
Fonte: Pordata, Banco BPI

Entretanto, o ambiente económico e de negócio do país evoluiu de forma mista nos anos mais recentes. Nalguns aspectos verificou-se uma evolução positiva, mas houve outros que foram condicionados pelo período de crise e de austeridade que atravessou o país.

Se escolhermos o índice de confiança no negócio, verifica-se uma crescente melhoria do sentimento dos empresários (embora tenha decrescido ligeiramente em Outubro), que se encontra próximo da média dos últimos 25 anos. Por outro lado, ao nível do índice de competitividade (*World Economic Forum*), depois de uma descida de "patamar" (chegou ao mínimo de 4.37 em 2011) e de uma posterior estabilização, registou uma forte recuperação para 4.54, bem superior aos valores que ocorriam exactamente antes da crise de 2007, iniciada nos EUA.

Indicador de confiança no negócio (var. índice em %)

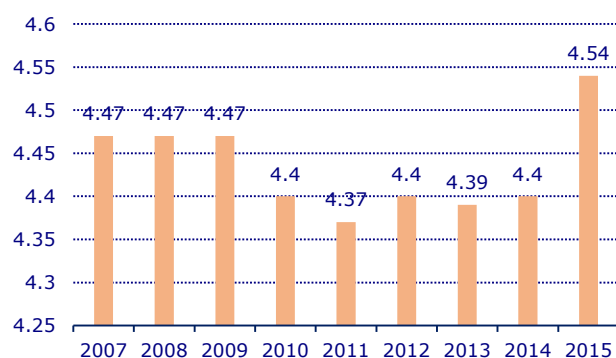
(média 1989-2015=1,34; máx.5,0 em Fev1989; mín.-4,20 em Fev2012)



Fonte: www.tradingeconomics.com/portugal

Índice de Competitividade (*World Economic Forum*)

(média entre 2007-2015=4,43 pontos)



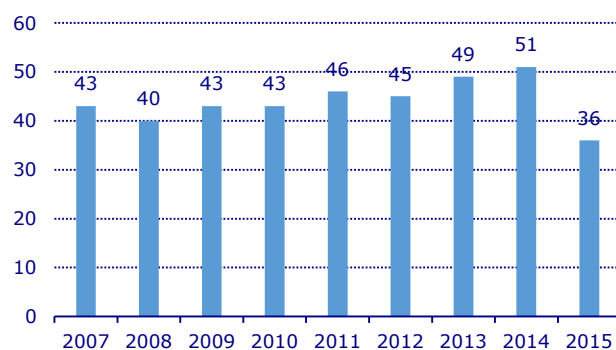
Fonte: www.tradingeconomics.com/portugal

Em reflexo dessa evolução, no *ranking* mundial da competitividade (*World Economic Forum*) Portugal ganhou bastantes lugares, tendo passado da 51ª posição em 2014 (a pior dos últimos anos) para o 36º lugar em 2015 (o melhor num largo período). Recorde-se que o lugar médio entre 2007 e 2015 se situa na 44ª posição.

No que respeita ao *Doing Business*, o país tem-se mantido no 23º lugar (de acordo com o *ranking* de 189 países), à frente da média dos países de rendimento mais elevado da OCDE (25º), da França (27º), Espanha (33º), Itália (45º), Grécia (60º), por exemplo. Contudo, verificou-se uma ligeira degradação de alguns aspectos, nomeadamente um ligeiro agravamento das condições de criação de empresas e obtenção de licenças de habitação, para além da protecção dos pequenos investidores e da obtenção de crédito. Inversamente, o acesso à energia melhorou.

Ranking da Competitividade (*World Economic Forum*)

(média entre 2007-2015=44º lugar em 144 países)



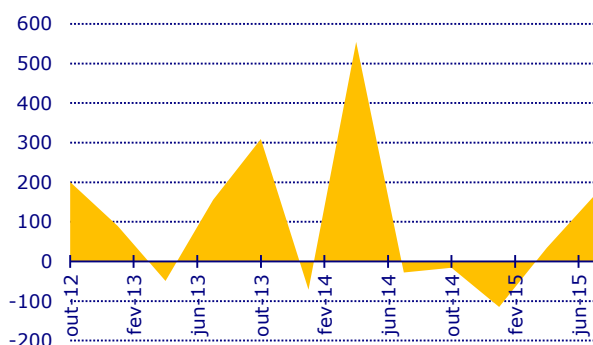
Fonte: www.tradingeconomics.com/portugal

Ao nível das existências tem-se verificado uma menor acumulação, e mesmo algumas faltas, que exigem uma resposta mais pronta e adequada da indústria nacional. De facto, deverá procurar-se e/ou reforçar-se a aposta em produtos transaccionáveis de elevado valor acrescentado, com recurso à tecnologia e às novas tendências de design, de modo a colocar (ou recolocar) a indústria portuguesa dentro dos exigentes mercados internacionais, espalhados pelos cinco continentes.

Sem a actualização do sector secundário em relação às principais tendências internacionais, assim como a adopção das melhores práticas seguidas pelo sector e uma maior qualificação dos recursos humanos, não se conseguem obter padrões elevados de produtividade. A modernização do sector através de renovado investimento e da introdução de novos métodos e práticas pretende exactamente tornar o país mais produtivo e mais competitivo.

Variação de existências (valor trimestral)

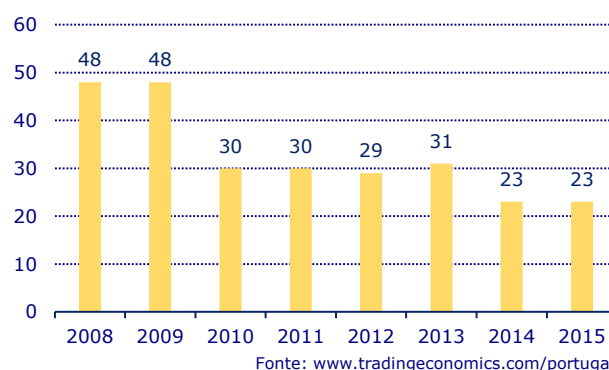
(milhões de euros; média das variações 1995-2015=127,76 milhões de euros)



Fonte: www.tradingeconomics.com/portugal

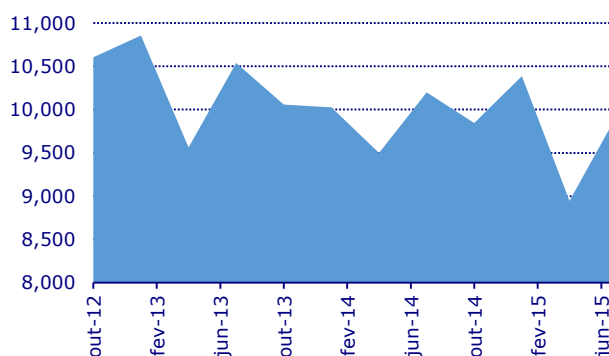
Facilidade de Doing Business em Portugal (World Bank)

(ranking de países; Portugal - média entre 2008-2015=32,75)



Evolução das exportações do sector secundário (valor trimestral)

(milhões de euros)



Fonte: INE

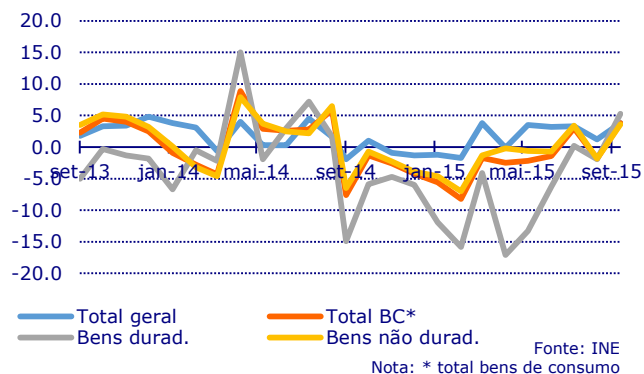
Aspecto relevante é o facto de as existências terem diminuído no último ano, possivelmente em resultado de uma gestão mais activa, que procura aumentar a eficiência e limitar custos, que praticamente coincidiu com o aumento das vendas ao exterior. **Por outro lado, o esforço de internacionalização da indústria portuguesa nos últimos anos tem-se apresentado crucial para a sobrevivência e sucesso das empresas portuguesas.** Esta nova dinâmica resultou de uma reacção à contracção da economia internacional e da introdução de uma estratégia de desenvolvimento, acompanhada pelo Estado, que visava uma maior penetração da produção nacional no estrangeiro e o robustecimento de empresas com alto potencial de desenvolvimento. Comprovadamente, a internacionalização é acompanhada por dimensão, produtividade e capacidade de inovação. A ligação Europa-África-Brasil tem permitido a construção de relações comerciais relevantes no processo de internacionalização, havendo uma diversificação de mercados de destino das exportações.

OPINIÃO

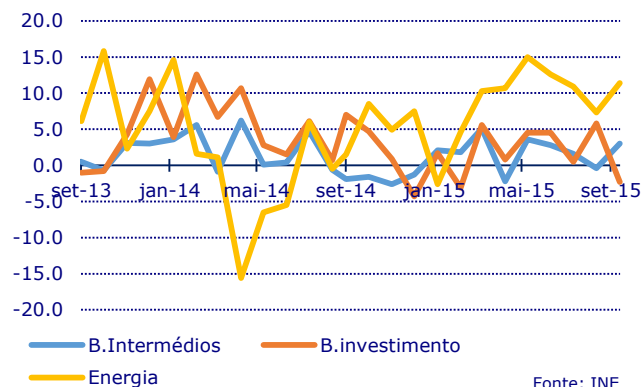
2. EVOLUÇÃO DOS DADOS MAIS RECENTES

Índice de Produção Industrial - ajustado dos efeitos de calendário e da sazonalidade

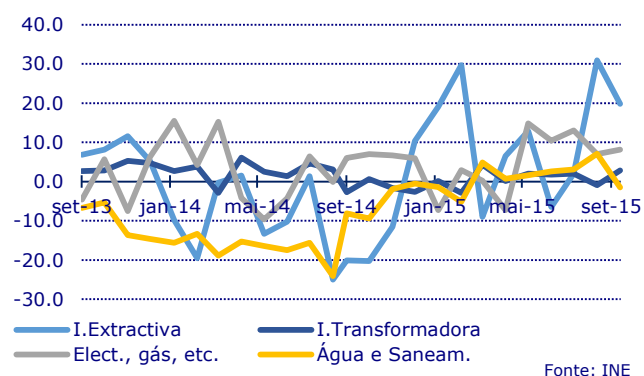
(variação homóloga, %, base 2010=100)

**Índice de Produção Industrial - ajustado dos efeitos de calendário e da sazonalidade**

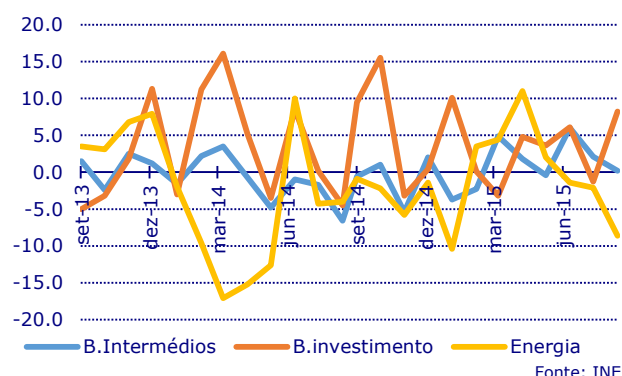
(variação homóloga, %, base 2010=100)

**Índice de Produção Industrial - ajustado dos efeitos de calendário e da sazonalidade**

(variação homóloga, %, base 2010=100)

**Índice de volume de negócios da indústria**

(variação homóloga, %, base 2010=100)

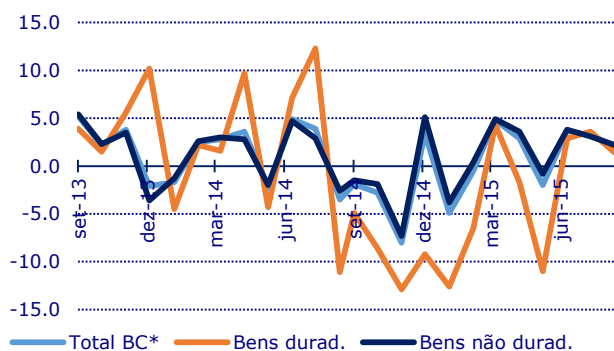


Segundo os dados mais recentes, divulgados pelo INE, o índice de produção industrial acelerou, tendo apresentado uma variação homóloga de 3.8% em Setembro (1.2% em Agosto). No 3ºT2015, o índice agregado aumentou 2.7% face ao trimestre homólogo (no trimestre anterior, esta variação tinha sido de 2.2%). O sector "Energia" apresentou o contributo mais expressivo para a variação do índice agregado, em resultado de uma variação homóloga de 11.4% (7.3% em Agosto). Os agrupamentos de "Bens de Consumo" e de "Bens Intermédios" apresentaram contributos importantes, devido a taxas de variação de 3.8% e de 3.0%, respectivamente (variações negativas no mês anterior). Os "Bens de Investimento" registaram uma variação de -2.3% em Setembro, depois de +5.8% em Agosto. Há excepção da "Água e Saneamento", as "Indústrias Extractivas", as "Indústrias Transformadoras" e a "Electricidade, Gás, Vapor, etc." registaram boas prestações mensais.

Em termos de índice agregado, a referida variação homóloga de 2.7% no 3ºT2015 (2.2% no anterior) resultou de taxas de variação positivas em todos os grandes agrupamentos industriais, destacando-se a "Energia" com uma variação trimestral de 9.9% (12.8% no 2ºT). Por áreas, as "Indústrias Extractivas" apresentaram uma variação trimestral de 16.9% (3.9% no 2ºT), seguindo-se a "Electricidade, Gás, Vapor, etc." com 9.3% (5.7% no trimestre anterior) e as "Indústrias Transformadoras" com 1.3% (variação semelhante à ocorrida no 2ºT).

Índice de volume de negócios da indústria

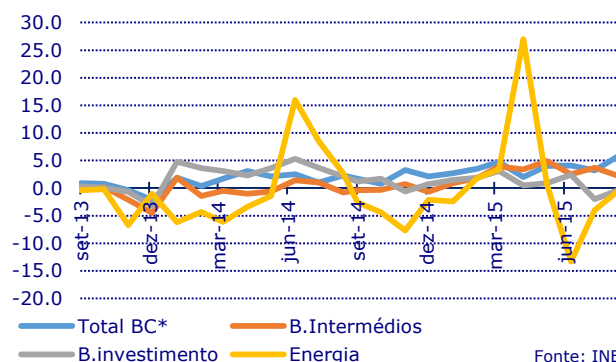
(variação homóloga, %, base 2010=100)



Fonte: INE

Índice de remunerações na indústria

(variação homóloga, %, base 2010=100)



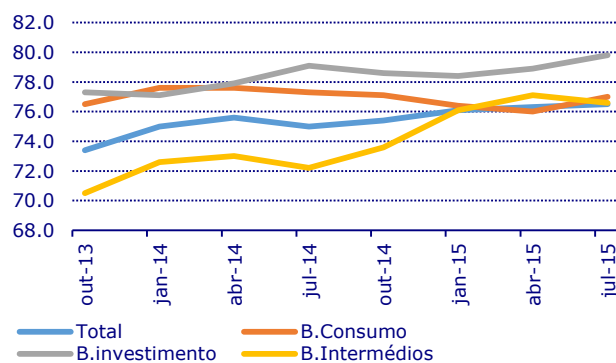
Fonte: INE

No que respeita à evolução do índice de volume de negócios na indústria verificam-se variações positivas nos últimos meses, dando consistência à evolução: no "Total de Bens de Consumo" as variações homólogas foram de +3.2% em Julho e de +2.1% em Agosto; nos "Bens Duradouros" foram de +3.6% e +1.4%, respectivamente; nos "Bens Não Duradouros" o registo foi de +3.1% e de +2.2%, respectivamente. Já no que se refere às remunerações na indústria, destaca-se a variação positiva e consistente dos "Bens de Consumo", +3.2% em Julho e +5.9% em Agosto e dos "Bens Intermédios", com +3.7% em Julho e +2.2% em Agosto. As remunerações auferidas pelos "Bens de Investimento" e pela "Energia" foram negativos, reflectindo a actual envolvente interna e externa.

No que respeita à taxa de utilização da capacidade produtiva (inquéritos de conjuntura do INE) verifica-se igualmente uma tendência de subida, tanto em termos do total da indústria transformadora (76.5% em Julho), como em relação aos "Bens de Investimento" (79.8% em Julho) e aos "Bens Intermédios" (76.6%). Os "Bens de Consumo", por seu turno, têm tido uma certa estabilidade abaixo dos 78%.

Taxa de utilização da capacidade produtiva

(%)



Fonte: INE

OPINIÃO

3. A IMPORTÂNCIA DAS DIFERENTES ACTIVIDADES

Em 2013, o sector secundário empregava cerca de 994 mil pessoas, menos 193 mil que em 2010 (-16%). Em termos globais, representa perto de 29% do total do volume de emprego. Por áreas de actividade, as “Indústrias Transformadoras” são líder com um peso de 18.3%, seguindo-se a grande distância a “Construção” com 8.8%, a “Electricidade, gás e água” com 1.1% e as “Indústrias Extractivas” com 0.3%.

Cada empresa emprega em média 10 trabalhadores, encontrando-se as “Indústrias Transformadoras” e as “Indústrias Extractivas” próximo do valor médio global, com 9.6 e 8.3 trabalhadores, respectivamente. Em contrapartida, em média, a “Electricidade, gás e água” têm um valor bem superior, 18.1. A área da “Construção” apresenta o valor médio de trabalhador por empresa mais baixo, 3.8.

Em termos da realidade do emprego do sector na União Europeia, o peso relativo da mão-de-obra é muito semelhante à média dos países que a compõem. A diferença mais visível refere-se à área da construção que, em 2008, detinha 10.5% do emprego (a média da UE28 era de 8.4%), tendo rapidamente corrigido para 6.1% (também a média na UE28 baixou para 6.8%).

Emprego nas empresas: total e por sector de actividade económica

	Total	Agríc., prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armaz.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activid. de saúde humana e apoio social	Outros sectores
2010	3,844,033	104,453	11,804	690,976	39,449	444,669	812,944	160,685	293,071	116,545	54,081	105,998	148,033	861,325
2011	3,741,810	108,249	11,352	679,182	40,288	403,575	794,138	157,972	290,128	114,171	51,190	101,920	150,617	839,028
2012	3,511,719	106,015	10,297	647,947	39,747	340,913	747,594	150,267	272,957	110,538	46,985	94,941	149,303	794,215
2013	3,480,731	160,959	9,628	637,427	38,858	307,907	723,488	147,757	265,694	107,213	45,299	91,749	150,020	794,732
%;	100.0%	4.6%	0.3%	18.3%	1.1%	8.8%	20.8%	4.2%	7.6%	3.1%	1.3%	2.6%	4.3%	22.8%
2013														
a percentagem do total de trabalhadores do sector secundário é de 28,6%														
nº de trabalhadores por empresa														
2013	3.1	1.5	8.3	9.6	18.1	3.8	3.2	6.6	3.2	4.9	1.6	1.7	1.8	2.3
valor médio = 9,9 trabalhadores														

Fonte: Pordata, Banco BPI

População empregada por sector de actividade económica (NACE Rev.2)

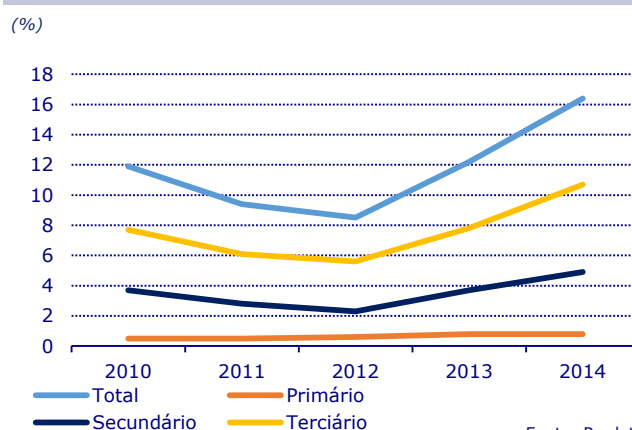
	Total		Indústrias extractivas		Indústrias transformadoras		Abastecimento de electric., gás, vapor e ar condicionado		Abastecimento de água, rede de esgotos, ...		Construção	
	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014
UE-28	100	100	0.4	0.4	17.1	15.4	0.7	0.7	0.7	0.8	8.4	6.8
Alemanha	100	100	0.3	0.2	21	19.6	0.8	0.8	0.6	0.6	6.7	6.9
Espanha	100	100	0.3	0.2	14.6	12.3	0.4	0.5	0.6	0.7	12	5.7
Portugal	100	100	0.3	0.3	17	16.4	0.4	0.3	0.7	0.7	10.5	6.1
Reino Unido	100	100	0.4	0.4	11.3	9.8	0.5	0.6	0.7	0.7	8.9	7.3
França	100	100	0.1	0.1	14.4	12.3	0.6	0.8	0.7	0.7	7.4	6.6

Fonte: Eurostat

Nas ofertas de emprego, em termos de média anual, tem vindo a consolidar-se uma tendência de subida desde 2012. De um total de 16.4% (valor mais alto dos últimos anos), 10.7% referem-se ao sector secundário, 4.9% ao sector secundário e 0.8% ao sector primário.

O sector secundário abarca 13.5% do total de empresas que exercem a sua actividade em Portugal. A proporção também varia segundo a área de actividade. Se as “Indústrias Transformadoras” detinham a maior percentagem de mão-de-obra, ao nível das empresas, a “Construção” representa mais de metade das empresas, 7.3% dos 13.5%. As “Indústrias Transformadoras” constituem 5.9%, seguindo-se a “Electricidade, gás e água” com 0.2% e as “Indústrias Extractivas” com 0.1%.

Ofertas de emprego (média anual) nos centros de EFP: total e p/sector de activ. económica – Continente



Entretanto, entre 2010 e 2013 desapareceram 29 838 empresas (mais de 16%). Mais de 80% deste valor são empresas da área da “Construção”. Os restantes 20% representam empresas das “Indústrias Transformadoras”. Só a área da “Electricidade, gás e água” gerou novas empresas, cerca de trezentas.

Empresas: total e por sector de actividade económica

	Total	Agríc., prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armaz.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activid. de saúde humana e apoio social	Outros sectores
														<i>nº de empresas</i>
2010	1,168,265	53,798	1,323	72,273	1,843	105,463	251,463	24,156	85,964	23,701	29,566	65,325	82,897	370,493
2011	1,136,256	56,559	1,261	70,625	1,973	97,980	243,873	23,750	85,802	23,554	28,983	61,683	83,323	356,890
2012	1,086,915	56,468	1,176	67,485	2,087	87,592	232,625	22,882	83,861	22,616	28,435	56,802	81,883	343,003
2013	1,119,447	107,974	1,157	66,423	2,149	81,335	226,644	22,396	82,211	21,955	28,298	55,354	81,530	342,021
%;	100.0%	9.6%	0.1%	5.9%	0.2%	7.3%	20.2%	2.0%	7.3%	2.0%	2.5%	4.9%	7.3%	30.6%
2013														

peso das empresas do sector secundário face ao total é de 13,5%

Fonte: Pordata, Banco BPI

Se a análise incidir sobre a remuneração dos trabalhadores por conta de outrem, com base nos dados recolhidos conclui-se que o valor médio do sector secundário foi de 1226 euros, em 2013, um valor que rivaliza com áreas bem remuneradas dos serviços e acima dos 911.5 euros, valor médio do total dos sectores de actividade. Contudo, a remuneração no sector secundário não é de todo homogênea: a área da “Electricidade, gás e água” auferiu o valor médio mensal de 2337.7 euros (este valor é envidado das altas remunerações das classes de dirigentes neste tipo de empresas e à baixa representatividade das *utilities* no total das empresas existentes), o montante mais alto dentro das diversas áreas de actividade do país; as “Indústrias Transformadoras” apresentam uma das remuneração mais baixa no sector secundário, 838.8 euros, que contrasta com a alta representatividade económico-social desta actividade; a área da “Construção” auferiu o salário médio mensal mais baixo do sector, 806.5 euros.

Entretanto, entre 2010 a 2013 verificaram-se aumentos de remuneração que, igualmente não foram homogêneos nas várias áreas do sector. A “Electricidade, gás e água” registou um aumento de 22%, enquanto as “Indústrias Extractivas” verificaram uma variação de 6.8%, as “Indústrias Transformadoras” de 1.9% e, por fim, a “Construção” com 1.6%.

Remuneração base média mensal dos trabalhadores por conta de outrem: total e por sector de actividade económica

	Total	Agríc., prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armaz.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activid. de saúde humana e apoio social	Organ. Int. e outras inst. extra-territoriais
														<i>euros</i>
2010	899.0	683.7	862.3	823.0	1916.1	793.6	847.7	657.8	1025.4	1569.2	902.0	1121.6	803.2	2147.9
2011	905.1	708.3	883.2	830.6	2241.4	796.5	857.6	664.9	983.7	1578.1	880.3	1112.4	809.9	1626.6
2012	914.1	708.2	912.6	835.8	2297.3	808.3	862.1	672.7	998.1	1578.6	897.3	1125.3	815.8	1975.5
2013	911.5	683.9	920.8	838.8	2337.7	806.5	858.4	671.7	993.7	1575.3	875.0	1133.3	821.4	1810.4

valor médio da remuneração do sector secundário em 2013 = 1226 euros

Fonte: Pordata, Banco BPI

Em termos de negócio das empresas ligadas às várias áreas de actividade, as “Indústrias Transformadoras” destacam-se com um peso relativo de 22.5% (79.4 mil milhões de euros), só ultrapassados pelos 33% do “Comércio por grosso e a retalho (...)”. Dentro do sector secundário, seguem-se a “Electricidade, gás e água” com 7.0%, a “Construção” com 5.5% e as “Indústrias Extractivas” com 0.3%. Globalmente, em 2013, o sector secundário representou 35.3% do volume de negócios das empresas. No entanto, entre 2010 e 2013 verificou-se uma quebra de perto 6% do negócio total, reflexo da quebra de 44% na “Construção” e de 15% nas “Indústrias Extractivas”. Inversamente, “Electricidade, gás e água” viu aumentar o negócio em 17% e as “Indústrias Transformadoras” em cerca de 5.5%.

Volume de negócios das empresas: total e por sector de actividade económica

	Total	Agríc., prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armaz.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activid. de saúde humana e apoio social	Outros sectores
														<i>milhões de euros</i>
2010	394,533	4,734	1,163	75,326	21,078	34,863	131,887	17,699	9,943	45,449	5,878	1,725	6,022	38,765
2011	384,427	4,955	1,169	80,166	23,282	29,122	125,852	17,988	9,769	43,381	4,730	1,613	5,959	36,441
2012	360,191	5,153	1,065	78,831	24,050	22,043	117,347	17,565	8,472	40,424	3,721	1,454	5,842	34,223
2013	353,413	5,548	989	79,429	24,750	19,496	116,785	17,520	8,425	36,080	3,729	1,401	5,881	33,381
%;	100.0%	1.6%	0.3%	22.5%	7.0%	5.5%	33.0%	5.0%	2.4%	10.2%	1.1%	0.4%	1.7%	9.4%
2013														

em 2013, o sector secundário representou 35,3% do total do volume de negócio

Fonte: Pordata, Banco BPI

Se a análise incidir sobre o Valor Acrescentado Bruto (VAB) das empresas, chega-se a uma conclusão semelhante à anterior: o sector secundário representou 35.1% do total das actividades, em 2013, destacando-se as “Indústrias Transformadoras” com uma representatividade de 20.7%, seguindo-se a “Electricidade, gás e água”

OPINIÃO

com 7.1%, a “Construção” com 6.8% e as “Indústrias Extractivas” com 0.5%. No que respeita à totalidade do sector secundário, entre 2010 e 2013 verificou-se uma diminuição do VAB em perto de 4.4 mil milhões de euros, ou seja, um quebra de 13.3%. Por áreas, sabe-se que o VAB da “Construção” registou uma queda de perto de 37.5%, seguindo-se as “Indústrias Extractivas” e “Indústrias Transformadoras” com contracções de 26.3% e 7.5%, respectivamente. A área a “Electricidade, gás e água” verificou um aumento do VAB de 8%.

Valor acrescentado bruto das empresas: total e por sector de actividade económica

	Total	Agric. prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armaz.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activid. de saúde humana e apoio social	Outros sectores
2010	95,436	1,125	582	18,078	5,331	8,806	17,067	6,315	3,969	10,640	1,862	974	2,942	17,743
2011	90,747	1,081	537	17,268	5,360	7,490	15,396	6,026	3,880	11,589	1,598	898	2,864	16,760
2012	83,170	1,119	474	16,317	5,657	6,019	13,906	5,769	3,138	10,245	1,336	823	2,766	15,601
2013	80,952	1,214	429	16,732	5,756	5,508	14,032	5,867	3,166	8,029	1,345	773	2,783	15,319
%; 2013	100.0%	1.5%	0.5%	20.7%	7.1%	6.8%	17.3%	7.2%	3.9%	9.9%	1.7%	1.0%	3.4%	18.9%

em 2013, o VAB das empresas do sector secundário representaram 35,1% do total

Fonte: Pordata, Banco BPI

Por áreas (faltam actividades que não se enquadram neste malha mais básica), e retirando a “Construção” que é uma componente unificada, podem-se destacar em termos de VAB o peso muito semelhante (perto dos 2.5% do VAB do sector secundário) da “Indústria têxtil, do vestuário, do couro, etc.”, das “Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco” e da “Produção e distribuição de electricidade, gás, vapor e ar”. Num patamar mais baixo (um peso que rondará os 1.5%), encontram-se a “Indústria da madeira, pasta, papel, cartão e impressão”, a “Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas” e as “Indústrias metalúrgicas de base e fabricação de produtos metálicos”.

Valor acrescentado bruto: total e sector secundário (base=2011)

	Total	Indúst. extractivas	Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	Indústria têxtil, do vestuário, do couro e dos prod. de couro	Indúst. da madeira, pasta, papel, cartão e impressão	Fabricação de coque e de prod. petrolíf. refinados	Fabricação de prod. químicos e de fibras sintéticas	Fabricação de produtos farmacêuticos	Fabricação de artigos de borracha e de mat. plásticas	Indústrias metalúrgicas de base e fabricação de prod. metálicos
2010	158,325.86	713.96	3,567.82	3,363.42	2,446.93	430.81	805.62	427.95	2,517.62	2,334.43
2011	154,242.77	650.08	3,417.69	3,384.29	2,262.38	309.79	813.95	428.53	2,411.81	2,236.28
2012	147,361.56	635.71	3,354.07	3,374.39	2,097.03	255.54	671.53	449.12	2,296.41	2,157.53
2013	149,768.41	569.86	3,509.03	3,563.44	2,107.09	211.23	708.65	487.1	2,295.29	2,198.53
%; 2013	100.0%	0.4%	2.3%	2.4%	1.4%	0.1%	0.5%	0.3%	1.5%	1.5%

	Fabric. de equip. informáticos, equip. p/ comunicação, produtos electrónicos e ópticos	Fabric. de equip. eléctrico	Fabric. de máquinas e equip., n.e.	Fabric. de material de transporte	Indúst. transf., n. e.; reparação, manut. e inst de máq. e equip.	Prod. e distrib. de electricidade, gás, vapor e ar frio	Captação, trat. e distrib. de água; saneamento, gest. de resid. e despoluição	Construção.
2010	575.85	668.31	711.96	1,283.72	1,687.66	3,342.86	1,715.23	9,225.76
2011	451.98	605.7	653.62	1,323.93	1,659.29	3,193.22	1,785.05	8,464.54
2012	398.87	556.54	701.14	1,258.17	1,595.89	3,393.76	1,795.64	7,171.31
2013	406.52	579.37	737.75	1,292.90	1,582.63	3,387.07	1,763.02	6,751.09
%; 2013	0.3%	0.4%	0.5%	0.9%	1.1%	2.3%	1.2%	4.5%

Fonte: Pordata, Banco BPI

Em 2013, do total dos sectores de actividade, a percentagem de investimento do sector secundário foi de 42.5%, destacando-se as “Indústrias transformadoras” com 22.4% e a “Electricidade, gás e água” com 17.7%. Contudo, não deixa de ser uma situação enganadora porque ocorreu uma forte contracção do investimento entre 2010 e 2013, correspondendo a um total de -32.5%. Na “Construção” verificou-se uma diminuição do investimento de 86%, seguindo-se a “Electricidade, gás e água” com uma diminuição de 30%, as “Indústrias Extractivas” com -25% e, por fim, as “Indústrias Transformadoras” com -17%.

Formação bruta de capital fixo das empresas não financeiras: total e por sector de actividade

milhões de euros

	Total	Agríc., prod. animal, caça, silvicult. e pesca	Indúst. extract.	Indúst. transform.	Electrec. gás e água	Const.	Com. p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armazen.	Alojamento, restauração e similares	Activ. financ. e de seguros	Activ. imob.	Educação	Activ. de saúde humana e apoio social	Outros sectores
2010	18,303.70	627.7	167.8	3,116.50	2,911.60	1,099.50	2,268.90	1,853.90	1,005.80	1,171.60	133.6	598.5	3,348.20	17,743
2011	15,785.20	525	146.4	3,409.10	2,575.90	885.4	1,807.70	1,253.20	752.6	687.9	93.7	425.9	3,222.40	16,760
2012	10,704.80	500.8	122.5	2,306.90	1,858.00	478.1	1,232.50	581.9	657.9	567.3	73.8	322.4	2,002.90	15,601
2013	11,577.50	596	126.2	2,594.80	2,046.50	156.4	1,459.20	574	668.4	536.2	52.5	376.2	2,391.10	15,319
%; 2013	100.0%	5.1%	1.1%	22.4%	17.7%	1.4%	12.6%	5.0%	5.8%	4.6%	0.5%	3.2%	20.7%	18.9%

em 2013, a FBCF do sector secundário foi de 42,5% do total

Fonte: Pordata, Banco BPI

Do lado do endividamento das sociedades, em 2014, as empresas não financeiras correspondentes ao sector secundário representavam 44.6% do total. Daqui, 16.2% do endividamento pertencia às "Indústrias transformadoras e extractivas", 14.9% pertencia à "Electricidade, gás e água" e 13.5% à "Construção". Mesmo assim, a globalidade do sector viu diminuir em mais de 5% o endividamento entre 2010 e 2013. Mas na "Construção" a contracção foi de 23% e nas "Indústrias transformadoras e extractivas" de 13%. Inversamente, no mesmo período, a "Electricidade, gás e água" aumentou o endividamento em 35%, tendo sido criadas importantes infra-estruturas nesta área.

Endividamento das sociedades não financeiras privadas: total e por sector de actividade económica

milhões de euros

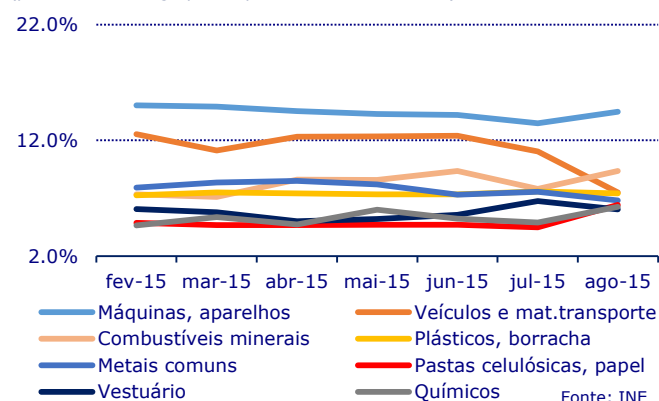
	Total	Indúst. transf. e extrativas	Elect., gás e água	Const.	Comércio p/grosso e a retalho (...)	Transp. e armazenagem	Aloj., restauração e similares	Activ. de Inform. e comunic.	Activ. imob.	Activ. de consultoria, téc. e administ.	Educ., saúde, apoio social, activ. artísticas (...)	Outros sectores
2010	249,401.30	43,616.80	25,944.00	41,450.30	48,076.70	15,507.40	8,234.40	13,620.80	25,634.30	16,775.00	6,480.30	4,061.40
2011	249,159.70	43,161.80	29,045.00	39,678.10	46,652.40	15,285.40	8,888.80	13,296.60	24,656.10	18,062.70	6,314.10	4,118.80
2012	248,132.40	40,797.10	33,992.50	36,136.90	44,058.00	16,467.50	10,049.00	13,587.30	24,465.70	18,086.10	6,280.50	4,212.00
2013	242,453.00	40,306.80	33,463.70	33,533.50	42,167.90	18,147.90	10,352.10	13,192.40	23,305.60	17,762.70	5,943.70	4,277.00
2014	235,152.50	38,120.30	35,051.80	31,757.50	40,420.10	18,597.90	10,176.60	11,060.10	22,593.30	17,413.00	5,688.80	4,273.20
%; 2014	100.0%	16.2%	14.9%	13.5%	17.2%	7.9%	4.3%	4.7%	9.6%	7.4%	2.4%	1.8%

em 2014, o sector secundário representava 44,6% do endividamento das sociedades

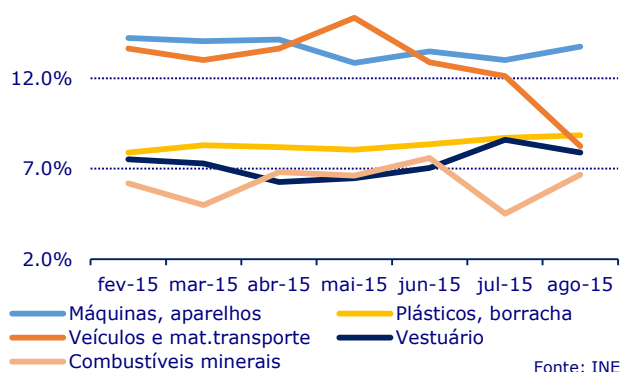
Fonte: Pordata, Banco BPI

Comércio Internacional - Exportações de bens (FOB) por grupos de produtos

(peso relativo dos grupos de produtos mais relevantes)

**Comércio Intra-UE - Exportações de bens (FOB) por grupos de produtos**

(peso relativo dos grupos de produtos mais relevantes)



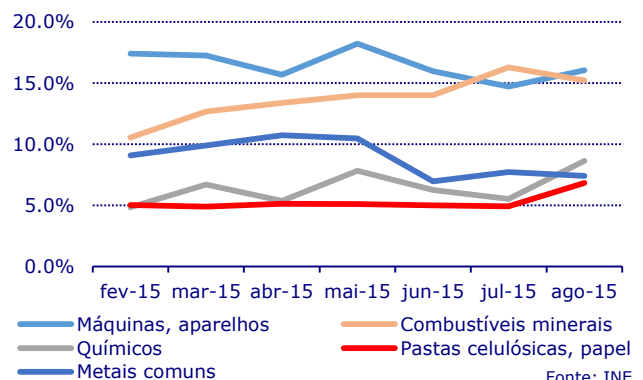
Ao nível do comércio internacional, dentro das exportações destaca ao longo do ano a performance e o peso da venda de "Máquinas e aparelhos" e de "Veículos e material de transporte", produtos de alto valor acrescentado e de uso de mão-de-obra altamente especializada e qualificada. Entretanto, nos últimos meses, aconteceu uma queda expressiva da importância dos "Veículos e material de transporte", surgindo em segundo lugar os "Combustíveis minerais".

OPINIÃO

No comércio intra-UE, as classes mais exportadas são igualmente as das “Máquinas e aparelhos” e de “Veículos e material de transporte”, embora a referida queda deste último grupo tenha permitido surgir o grupo dos “Plásticos e borracha”. Também o “Vestuário” e os “Combustíveis minerais” têm um peso relevante. Já no comércio extra-UE destacam-se dois grupos, as “Máquinas e aparelhos” e os “Combustíveis minerais”.

Comércio Extra-UE - Exportações de bens (FOB) por grupos de produtos

(peso relativo dos grupos de produtos mais relevantes)



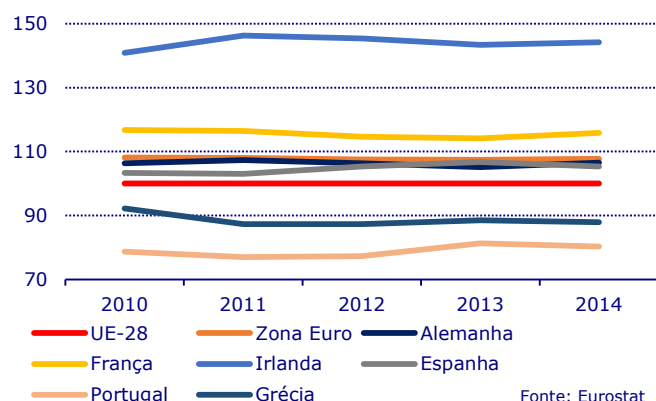
4. COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS E ALGUNS CONSTRANGIMENTOS

Em termos europeus é interessante fazer algumas comparações, nomeadamente ao nível da produtividade, despesa em I&D, inovação, etc.. De facto, um dos graves problemas que se coloca ao nível da actividade económica em Portugal é o da produtividade. Dos quatro países que receberam envelopes financeiros de instituições europeias e internacionais, Portugal é o que está mais mal posicionado a este nível. A Irlanda é o campeão da produtividade, destacando-se de forma significativa de outros países europeus com um valor perto dos 145% (UE28=100). A Espanha ainda se posiciona acima da média dos países da UE28, mas ligeiramente abaixo do valor da Zona Euro. Por fim surgem a Grécia e Portugal com valores de 88% e 80%, respectivamente.

Maior produtividade terá de ser nos próximos anos um verdadeiro desígnio nacional. Para alcançar os níveis de outros países europeus será necessário investir na modernização da indústria, não apenas na evolução tecnológica (que é importante e necessária), mas igualmente na componente operacional e nos métodos de trabalho (métodos tipo “Lean” ou “Kaizen”). Existe ainda a questão dos custos laborais. A mão-de-obra em Portugal tem um custo bastante mais baixo em relação à média da UE28, o que pode trazer efeitos negativos para a produtividade (aposta num retorno rápido do investimento, não havendo uso de uma tecnologia mais avançada e mais dispendiosa).

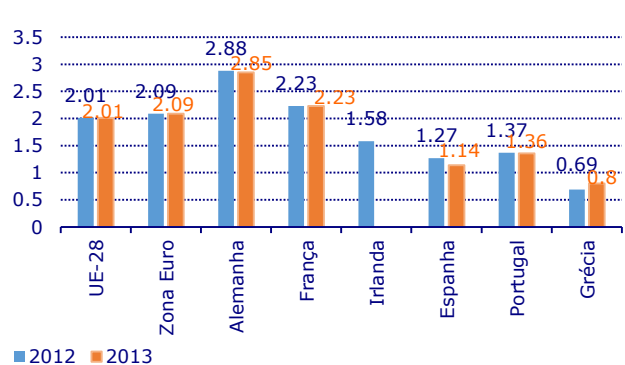
Produtividade do Trabalho por pessoa empregada e hora trabalhada

(% (UE-28=100))



Despesa interna bruta em I&D (% do PIB)

(%)

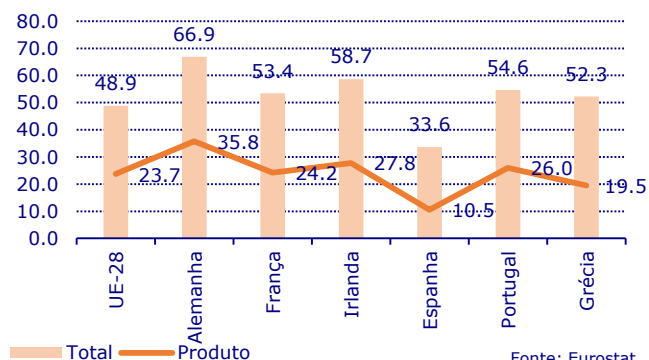


No que respeita à despesa interna bruta em Investigação e Desenvolvimento (% do PIB), os valores relativos de Portugal encontram-se abaixo das médias da UE28 e da Zona Euro, embora estejam melhor comparativamente a Espanha e à Grécia. Mas mais do que um maior investimento em I&D são igualmente importantes os resultados. E, aparentemente, em Portugal, a criação de valor pelo desenvolvimento de novos produtos/serviços (inovação) tem ficado aquém das expectativas, face ao capital investido. Contudo, é verdade que nos últimos anos tem havido um maior esforço financeiro e humano em I&D (maior abertura ao conhecimento/Universidades/Governos).

Por outro lado, existe uma maior abertura das empresas portuguesas à inovação. Face aos outros países considerados para a análise, a situação em Portugal é bastante positiva, nomeadamente em relação ao cenário de Espanha (descontando que o país tem uma dimensão considerável e nem todas as regiões estão ao mesmo nível) e ao de França.

Empresas inovadoras - total* e no produto - 2010-2012

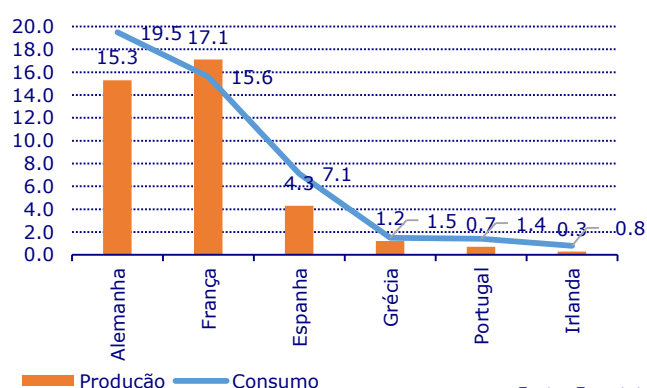
(% do total de empresas de cada país)



Fonte: Eurostat
 Nota: * inovação tanto através do produto, como processo de produção, organização ou marketing

Produção e Consumo de Energia, 2013

(peso de cada país face ao total da UE-28, %)

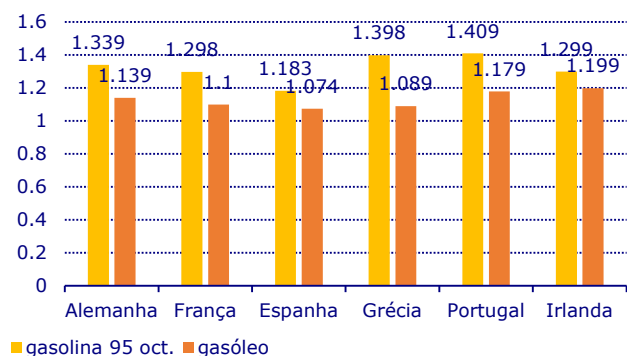


Fonte: Eurostat

Entretanto, existe um factor igualmente determinante para a indústria, sendo das principais preocupações das empresas – os custos com a energia. É uma factura com grande peso para a generalidade das empresas, tanto pelo impacto directo dos custos, como pelo enfraquecimento da competitividade em relação a empresas concorrentes a nível internacional, com acesso a energia mais barata. Portugal, tal como grande parte dos países europeus, consome mais do que produz, estando dependente do preço internacional tanto dos combustíveis, como da electricidade e do gás natural. Por exemplo, face aos nossos principais concorrentes directos, as empresas industriais espanholas, os nossos custos energéticos são genericamente superiores. Felizmente, o actual momento é de desaggravamento deste custo, sendo um bom período para promover a competitividade das empresas e dos produtos no âmbito dos vários factores de produção.

Preços correntes finais ao consumidor (com imposto)

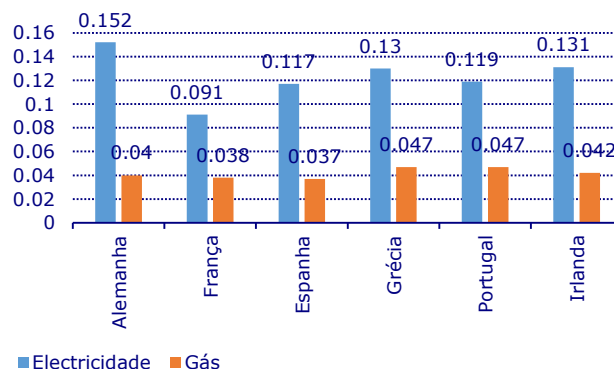
(euros por litro)



Fonte: Fuel-prices-europe.info

Preços finais à Indústria, 2014

(euros (Kwh; 10 000 GJ))



Fonte: Eurostat

Para as empresas exportadoras, crescem os custos com a logística. Muitas das práticas e infra-estruturas são adequadas a uma realidade que, entretanto, se alterou – o país deixou de importar mais do que exportava, invertendo-se a situação. Nesta base, há um custo adicional trazido por problemas de adequação das infra-estruturas de suporte. Com efeito, dada a especificidade dos produtos e dos destinos, o transporte rodoviário é mais adequado às importações (por isso o seu grande desenvolvimento) e o transporte marítimo e ferroviário mais estratégico e facilitador às exportações.

OPINIÃO

5. SITUAÇÃO GERAL

-Houve uma melhoria do ambiente económico e de negócio, para além de uma diminuição dos custos dos factores de produção (grande relevância para o custo energético), passado o período de maior incidência da crise.

-A produção industrial está a progredir positivamente, nomeadamente ao nível dos bens de consumo e de bens intermédios, para além dos bens duradouros.

-Também ao nível da competitividade da indústria e das empresas nacionais verificou-se uma melhoria, embora ainda seja um movimento curto. Existe necessidade de investir em tecnologia, organização operacional e métodos de trabalho.

-É reconhecido que a inovação é uma condição fundamental para promover a competitividade das empresas industriais. Portugal não está mal posicionado em termos de investimento das empresas em I&D, embora alguns resultados não sejam os esperados.

-O custo do trabalho não é homogéneo nas diferentes actividades, assim como o grau de especialização da mão de obra.

-O Estado continua a ter um papel importante no suporte das empresas exportadoras, para além da necessidade de reorganização e dinamização das infra-estruturas de suporte às exportações. Necessidade de estabilização do sistema fiscal, factor relevante nos índices comparativos internacionais.

-O financiamento e reforço de capital é vital ao sector, neste período de retoma económica, depois das dificuldades anteriores.

-Dentro do sector secundário, a indústria transformadora é mais intensiva tanto em capital como em mão-de-obra, tendo maior peso em termos de criação de riqueza.

-Nas exportações ganha peso a venda de produtos altamente sofisticados como as “Máquinas e aparelhos” e “Veículos e material de transporte”. Foi importante a penetração destes produtos em mercados muito exigentes, como o europeu.

-Existe um novo quadro comunitário – Portugal 2020 – que vigorará entre 2014 e 2020, num montante de 21.5 mil milhões de euros (considerando a agricultura e pescas o valor global é de 26 mil milhões de euros). Este volume de financiamento é uma oportunidade ao desenvolvimento das empresas em todo o país dada a existência de programas regionais próprios. Existem igualmente quatro programas operacionais temáticos – competitividade e internacionalização; inclusão social e emprego; capital humano e a sustentabilidade; eficiência no uso dos recursos. Os objectivos são: estímulo à produção de bens e serviços transaccionáveis; incremento das exportações; transferência de resultados do sistema científico para o tecido produtivo; cumprimento da escolaridade obrigatória e redução dos níveis de abandono escolar; reforço da coesão territorial; promoção do desenvolvimento sustentável.

BASES DE DADOS

INDICADORES ESTRUTURAIS

Endividamento do Sector Privado

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Dezembro de 2015 e Janeiro de 2016

CONJUNTURA ECONÓMICA

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

MERCADOS CAMBIAIS

Cotações no mercado *Spot*

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

MTC-2

MERCADOS MONETÁRIOS

Taxas de Juro Internacionais

MERCADOS DE OBRIGAÇÕES

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

MERCADOS DE ACÇÕES

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções I

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

COMMODITIES

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

Endividamento do Sector Privado

	2000	2008	2013	2014	Variação 2008 a 2013	Variação 2000 a 2013
Valores consolidados						
Luxemburgo	-	391.4	356.2	-	-35.2	n.a.
Chipre	306.3	285.2	344.8	-	59.6	38.5
Irlanda	-	237.4	270.3	-	32.9	n.a.
Holanda	206.2	217.3	229.7	-	12.4	23.5
Dinamarca	158.1	222.8	224.1	-	1.3	66.0
Portugal	137.1	196.2	202.6	189.0	6.4	65.5
Suécia	141.7	200.1	200.1	203.4	0.0	58.4
Bélgica	114.2	162.9	175.8	185.7	12.9	n.a.
Espanha	102.9	196.6	172.2	-	-24.4	69.3
Reino Unido	138.5	186.1	164.4	158.1	-21.7	25.9
Finlândia	91.9	131.3	146.2	-	14.9	54.3
Malta	-	158.6	142.6	-	-16.0	n.a.
França	99.0	122.2	137.3	-	15.1	n.a.
Grécia	53.1	113.5	135.6	-	22.1	82.5
Bulgária	26.4	134.2	134.8	-	0.6	108.4
Áustria	121.7	127.5	126.9	126.2	-0.6	5.2
Croácia	-	111.0	119.5	-	8.5	n.a.
Itália	75.8	113.7	119.5	-	5.8	43.7
Estônia	54.0	136.7	119.4	-	-17.3	n.a.
Alemanha	123.0	109.3	103.5	-	-5.8	-19.5
Eslovenia	-	105.6	101.5	91.9	-4.1	n.a.
Hungria	56.2	106.0	95.8	91.7	-10.2	39.6
Letónia	-	104.3	90.9	-	-13.4	n.a.
Polónia	-	67.7	74.8	-	7.1	n.a.
Eslováquia	47.2	65.8	74.8	-	9.0	27.6
República Checa	57.0	63.7	73.7	-	10.0	16.7
Romênia	26.6	65.5	66.6	-	1.1	40.0
Lituânia	-	76.7	56.4	-	-20.3	n.a.
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.

Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Dezembro de 2015 e Janeiro de 2016***Dezembro**

Reino Unido	1	Banco de Inglaterra publica relatório de estabilidade financeira
Zona Euro	3	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	3	Discurso de J.Yellen no Comité Económico do Congresso
OPEP	4	Reunião da OPEP
Portugal	9	Publicação do Boletim Económico de Dezembro
EUA	15-16	Decisão de política monetária do FOMC
Espanha	20	Eleições Parlamentares

Janeiro 2016

Zona Euro	14	Reunião dos Ministros das Finanças
Reino Unido	14	Reunião de Política Monetária do Banco de Inglaterra
Zona Euro	21	Reunião de Política Monetária do BCE
EUA	27	Decisão de Política Monetária do FOMC

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

	2013	2014	2015					2016						
	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez	Jan	Fev
Contas Nacionais (Base 2010)														
PIB	-1.1%	0.9%	-	-	1.6%	-	-	-	-	1.4%	-	-	-	-
Consumo privado	-1.3%	2.3%	-	-	2.5%	-	-	-	-	2.4%	-	-	-	-
Consumo público	-2.0%	-0.5%	-	-	-0.5%	-	-	-	-	0.4%	-	-	-	-
Investimento	-5.1%	5.5%	-	-	1.1%	-	-	-	-	1.7%	-	-	-	-
Exportações	7.0%	3.9%	-	-	7.0%	-	-	-	-	3.9%	-	-	-	-
Importações	4.7%	7.2%	-	-	7.1%	-	-	-	-	4.9%	-	-	-	-
Preços e salários														
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0	0.1	0.2	0.3	0.4	-	-	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	0.31	0.40	0.95	0.80	0.77	0.66	0.88	0.63	-	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	0.4	0.5	1	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	-	-	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-1.4	-0.6	-0.1	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	-0.1	-	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	1	1.2	1.8	1.2	1.4	1.2	1.4	1.8	1.7	-	-	-
Var. de salários sector priv.(taxa anualizada; %)	-0.1	1.0	0.7	-	0.9	1.2	0.3	-	-	0.8	-	-	-	-
Nível de actividade														
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	-3.3	0	0.2	0.6	0.8	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	-	-	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.4	-1.3	-1.7	3.8	-0.1	3.5	3.2	3.2	0.6	3.6	4.2	-	-
Índice de confiança na indústria	-7.4	-5.1	-5.3	-4.7	-3.6	-2.3	-3	-1.4	-3.5	-4.5	-4.8	-3.7	-3.4	-
Índice de confiança dos consumidores	-29.3	-15.8	-11.1	-12.5	-10.9	-11.7	-12	-12	-13.5	-11.4	-11.2	-11.9	-14.4	-
Índice de confiança no sector da construção	-48.5	-43	-37.9	-40.8	-38.2	-37.6	-37.2	-39.4	-39	-37.5	-39.2	-38.6	-41.3	-
Índice de confiança no comércio a retalho	0.7	1.1	-0.4	0.1	0.4	1.2	1.7	5.5	3.5	2	0.5	1	1.8	-
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	3.1	3.3	1.8	3.6	1.9	2.9	1.7	0.8	1.2	3.7	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	28	35.6	41.8	21.9	33.1	33.9	9.7	21.9	30.1	16.1	-	-
Vendas de cimento (tvh)	-22.8	6.2	8.0	12.4	14.6	13.0	-3.1	3.3	2.3	5.1	6.0	0.5	-	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	5.2	7.0	11.9	11.4	10.6	0.6	5.8	7.0	6.7	2.5	6.2	-	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	13.7	-	-	11.9	-	-	11.9	-	-	-
Exterior														
Balança corrente (ytd; M.E.)	2382.2	953.2	84.6	-102.1	-181.3	-536.7	-1051.6	-850.5	79.7	896.2	1232.9	-	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-633.4	-1140.4	-2047.8	-3032.5	-4133.7	-4989.7	-5696.5	-6589.9	-7618.4	-	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	5.7	1.9	-3.4	0.3	4.1	5.5	5.1	5.7	5.6	5.3	4.9	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	4.3	0.0	1.2	4.0	4.4	3.7	5.0	5.0	5.1	4.9	-	-	-
Importações mercadorias (tvh)	-5.2	3.2	-10.0	-6.9	-0.6	3.2	3.9	4.4	3.6	3.4	2.8	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	6.0	-1.1	2.6	5.7	7.4	7.3	8.6	8.2	7.9	7.7	-	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	4,706.9	3,775.2	737.5	561.6	398.8	375.1	205.3	625.6	1,508.6	2,621.5	-	-	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	8,088.8	9,271.5	290.3	1,242.4	294.9	-2,319.8	-1,731.2	-216.0	-704.6	87.9	116.4	-	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	5,772.5	6,827.3	-0.5	839.1	-373.4	-2,472.2	-2,237.9	-1,308.3	-562.2	-514.7	-529.9	-	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14,389.2	-84.1	-7,315.7	-10,468.6	-7,104.0	-4,864.6	-6,215.0	-2,612.5	-4,344.2	-6,793.7	-13,344.6	-	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	-11,176.5	4,741.3	-2,097.3	-4,324.6	-2,606.1	-3,717.6	-3,112.7	-1,954.3	-2,456.4	-4,321.9	-8,687.4	-	-	-
Finanças públicas														
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,156.0	7,262.0	609.0	275.0	1,109.0	1,197.0	1,031.0	3,560.0	5,750.0	4,492.0	4,125.0	-	-	-

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

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

	2012	2013	2014	2015							2016				
				Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ag.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Matérias Primas															
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	111.94	110.82	55.76	50.77	61.81	53.34	64.86	63.89	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62	42.82	-
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-0.2	-11.2	-4.9	-1.9	-14.1	-17.5	-19.4	-17	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9	-20.9	-
Custos laborais															
EUA	5.6	-1.3	2.8	-	-	1.2	-	-	2.6	-	-	3.0	-	-	-
Zona Euro	2.0	1.3	1.3	-	-	1.9	-	-	1.6	-	-	-	-	-	-
Japão	-2.1	0.2	0.9	0.6	0.1	0.0	0.7	0.7	-2.5	0.9	0.4	0.4	0.7	-	-
Taxas de juro de curto prazo															
EUA	0.31	0.25	0.26	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33	0.42	-
Zona Euro	0.13	0.27	0.06	0.03	0.03	0.02	-0.01	-0.02	-0.01	-0.02	-0.03	-0.04	-0.07	-0.12	-
Japão	0.18	0.15	0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07	-
Taxas de juro de longo prazo															
EUA	1.76	3.03	2.17	1.64	1.99	1.92	2.03	2.12	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14	2.21	-
Alemanha	1.32	1.93	0.54	0.30	0.33	0.18	0.37	0.49	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52	0.47	-
Japão	0.79	0.74	0.33	0.28	0.34	0.41	0.34	0.39	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31	0.31	-
Taxas de câmbio efectivas															
EUA (+ valorização;-depreciação)	-1.4	2.8	8.4	9.6	10.9	12.9	12.2	11.7	12.4	14.7	15.9	15.1	12.5	12.4	-
Zona Euro	-0.4	4.8	-5.2	-9.3	-11.0	-13.7	-12.3	-11.6	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4	-8.9	-
Japão	-12.8	-17.5	-7.9	-7.5	-8.5	-7.8	-8.2	-11.7	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1	4.1	-
Preços no produtor															
EUA	1.4	1.4	-0.6	-3.0	-3.2	-3.3	-4.5	-2.9	-2.6	-2.6	-2.9	-4.1	-4.1	-	-
Zona Euro	2.2	-0.7	-2.7	-3.5	-2.8	-2.3	-2.1	-2.0	-2.1	-2.1	-2.6	-3.2	-3.1	-	-
Japão	-0.7	2.5	1.8	0.3	0.5	0.7	-2.1	-2.2	-2.4	-3.1	-3.6	-4	-3.8	-	-
Preços no consumidor															
EUA	1.7	1.5	0.8	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	-	-
Zona Euro	2.2	0.8	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	-
Japão	-0.1	1.6	2.4	2.4	2.2	2.3	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.0	0.3	-	-
Massa monetária															
EUA (M2)	8.1	5.5	5.9	6.1	6.4	6.1	6.1	5.7	5.6	5.6	5.9	6.1	5.9	-	-
Zona Euro (M3)	3.5	1.0	3.8	3.9	4.1	4.7	5.4	5.0	4.9	5.2	4.9	4.9	5.3	-	-
Japão (M2)	2.6	4.2	3.6	3.4	3.5	3.6	3.6	4.1	3.9	4.0	4.2	3.8	3.6	-	-

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

	2013	2014	2015												2016	
			Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.
Crescimento do Produto																
EUA (anualizado)	0.1	3.8	-	-	2.1	-	-	0.6	-	-	3.9	-	-	1.5	-	-
Zona Euro (q/q)	-0.4	0.2	-	-	0.4	-	-	0.5	-	-	3.9	-	-	1.5	-	-
Japão (q/q)	-0.1	-0.2	-	-	0.3	-	-	1.1	-	-	3.9	-	-	1.5	-	-
Desemprego																
EUA	7.9	6.7	5.7	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1	-	-
Zona Euro	11.9	11.9	11.5	11.5	11.4	11.3	11.2	11.2	11.1	11.0	11.0	10.9	10.9	10.8	-	-
Japão	4.3	3.7	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	-	-
Confiança das Empresas																
EUA - Índice de confiança PME	88	94	96	98	100	98	98	95	97	98	94	95	96	96	-	-
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)	-14	-3	-5	-4	-5	-5	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-2	-2	-
Japão - Índice Tankan (global)	3	17	-	-	15	-	-	17	-	-	21	-	-	19	-	-
Confiança dos Consumidores																
EUA - Índice da Universidade de Michigan	72.9	82.5	86.9	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	-
Índice do Conference Board	66.69	77.54	94.05	91.0	93.1	103.8	98.8	101.4	94.3	94.6	99.8	91.0	101.3	102.6	97.6	-
Zona Euro - Índice do Eurostat	-26	-14	-11	-12	-11	-9	-7	-4	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-8	-
Japão - Índice do ESRI	39	40.6	38.7	37.4	38.3	39.2	40.4	41.6	41.6	42.0	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	-
Indicador Avançado da OCDE																
EUA	104.4	107.0	108.9	109.0	109.1	109.1	109.2	109.2	109.3	109.3	109.4	-	-	-	-	-
Zona Euro	99.7	101.6	101.7	101.8	101.9	102.1	102.2	102.3	102.4	102.4	102.5	-	-	-	-	-
Japão	101.0	103.8	103.0	103.0	103.2	103.3	103.4	103.5	103.5	103.6	103.6	-	-	-	-	-
Indicador da Actividade Industrial																
EUA - ISM manufacturas	50.0	56.1	57.9	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7	51.1	50.2	50.1	-
PMI manufacturas	46.1	52.7	50.6	50.1	50.6	51.0	51.0	52.2	52.0	52.2	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	-
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	100.6	102.9	101.7	101.6	101.9	103.5	102.6	102.3	102.9	102.0	102.6	102.5	102.3	-	-	-
Produção Industrial (t.v.h.)																
EUA	2.1	2.3	4.1	4.7	4.6	4.5	3.5	2.5	2.1	1.4	0.9	1.3	1.1	0.4	-	-
Zona Euro	-2.3	1.5	0.9	-0.4	0.6	0.7	1.7	1.9	0.6	1.4	1.4	1.4	1.9	-	-	-
Japão	-7.6	7.2	-0.5	-3.7	-0.1	-2.6	-2.0	-1.7	0.1	-3.9	2.3	0.0	-0.4	-0.9	-	-
Vendas a Retalho (t.v.h.)																
EUA	4.8	3.2	4.6	4.7	3.3	3.7	1.9	2.1	1.3	2.5	1.8	2.6	2.0	2.4	-	-
Zona Euro	-2.4	0.2	1.6	1.1	2.9	2.3	2.3	1.7	2.3	2.5	1.9	3.0	2.1	2.9	-	-
Japão	-1.7	2.8	0.3	-2.7	-1.4	-2.7	-3.3	-8.3	2.5	-1.9	1.1	0.1	-0.3	-2.2	-	-
Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)																
EUA	-741.2	-702.6	-617.4	-676.7	-741.5	-63.0	-121.0	-192.2	-253.7	-315.7	-380.5	-441.8	-509.4	-569.7	-	-
Zona Euro	80.1	151.9	176.2	180.6	190.9	198.0	203.1	207.2	214.1	218.4	229.1	239.5	243.3	-	-	-
Japão	-6,875	-11,645	-11,472	-12,254	-12,861	-315	-906	-915	-1,150	-1,344	-1,636	-2,014	-2,388	-2,744	-	-

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 2009, 2012 e 2013.

Cotações no Mercado Spot

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
02-nov-15	1.1032	133.02	0.7132	1.0885	120.58
03-nov-15	1.0976	132.65	0.7132	1.0869	120.85
04-nov-15	1.0935	132.45	0.7094	1.0813	121.12
05-nov-15	1.0883	132.65	0.7126	1.0833	121.89
06-nov-15	1.0864	132.41	0.7177	1.0830	121.88
09-nov-15	1.0776	133.08	0.7141	1.0815	123.50
10-nov-15	1.0711	131.98	0.7084	1.0765	123.22
11-nov-15	1.0716	131.90	0.7060	1.0783	123.09
12-nov-15	1.0726	131.92	0.7064	1.0769	122.99
13-nov-15	1.0764	132.04	0.7071	1.0786	122.67
16-nov-15	1.0723	132.01	0.7058	1.0791	123.11
17-nov-15	1.0670	131.49	0.7017	1.0806	123.23
18-nov-15	1.0666	131.65	0.7009	1.0838	123.43
19-nov-15	1.0687	131.60	0.6998	1.0893	123.14
20-nov-15	1.0688	131.28	0.7010	1.0844	122.83
23-nov-15	1.0631	130.92	0.7025	1.0848	123.15
24-nov-15	1.0651	130.52	0.7062	1.0832	122.54
25-nov-15	1.0586	129.94	0.7018	1.0820	122.75
26-nov-15	1.0612	130.06	0.7028	1.0868	122.56
27-nov-15	1.0580	129.75	0.7029	1.0900	122.64
30-nov-15	1.0579	130.22	0.7048	1.0903	123.09
Var. Mês %	-4.11	-2.10	-1.18	0.17	2.09
Var. em 2015 %	-12.16	-10.32	-9.64	-9.31	2.09
Média mensal	1.07	131.60	0.71	1.08	122.58

Fonte: BPI, BCE.

Taxas Oficiais de Conversão do Euro

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

Fonte: BCE.

Nota: (*) Desde 01/01/2015.

MTC-II

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

Fonte: BCE.

Taxas de Juro Internacionais

04.Dez.15

	O/N	1 Mes	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR	-0.18%	-0.14%	-0.08%	-0.01%	0.09%
USD	0.13%	0.19%	0.33%	0.56%	0.88%
JPY	0.03%	0.05%	0.08%	0.12%	0.23%
GBP	0.48%	0.51%	0.58%	0.74%	1.05%
CHF	-0.77%	-0.77%	-0.73%	-0.69%	-0.59%

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2012			2013			2014			2015						
				Out.	Nov.	Dez.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out	Nov.	Dez.	
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo																
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	290,566	282,435	269,326	271,369	272,161	276,653	276,531	264,965	268,100	266,159	268,549	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros)	-13,381	-4,560	-10,088	807	7	-3,157	2,747	-8,103	-305	-42	1,135	-	-	-	-	
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas																
Emissões brutas OT's (10 ⁶ euros) ¹	0	6,530	1,321	3,418	0	4,958	4,111	0	1,965	0	2,992	1,386	-	-	-	
Emissões brutas BT's (10 ⁶ euros) ¹	500	0	999	1,304	1,115	1,260	4,111	806	2,032	1,190	1,634	1,400	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ²	-1,486	-3,521	-3,706	1,279	-1,140	130	3,853	-2,270	2,001	399	2,782	-	-	-	-	
Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 ⁶ euros)																
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	42,533	45,021	34,505	34,392	34,680	34,108	33,504	33,543	32,193	32,054	32,163	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	585	-109	-588	-83	270	100	-612	56	-981	-119	109	-	-	-	-	
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras (10 ⁶ euros)																
Saldo em final do mês (10 ⁶ euros)	97,952	84,812	59,559	59,222	59,736	59,196	58,634	58,408	57,044	56,734	55,101	-	-	-	-	
Emissões líquidas (10 ⁶ euros) ³	1,120	-1,044	-5,985	-450	563	-648	-567	-161	-1,381	-153	-1,551	-	-	-	-	
-																
Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 ⁶ euros)																
BT's	17,777	19,046	16,704	16,824	16,242	14,533	14,561	13,202	13,302	13,701	13,493	14,893	-	-	-	
OT's	93,626	92,708	91,615	92,479	92,400	99,615	103,103	102,424	104,164	104,164	107,164	102,759	-	-	-	
Outras obrigações	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-	-	-	
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	2,187	1,538	1,337	1,264	1,264	1,153	1,100	1,099	1,045	1,045	1,045	1,044	-	-	-	
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 ⁶ euros)	6,861	9,152	8,384	9,862	8,289	7,996	8,030	8,257	6,123	4,853	4,835	4,745	-	-	-	
Valor de Obrig. na posse de não residentes ⁴																
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista	57,378	63,168	-	-	76,708	-	-	78,080	-	-	81,771	-	-	-	-	
	0.7	0.7	-	-	0.8	-	-	0.8	-	-	1	-	-	-	-	
-																
Transac. de Obrig. Tesouro no MEDIP. ⁵ (média diária) (10 ⁶ euros)	10	28	288	234	126	641	365	284	220	255	459	-	-	-	-	

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVL P, IGCP.

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

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

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

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

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

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

02.Dez.15

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 ⁶ EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
Obrig. do Tesouro								
OTs 5 Anos 11	2016-02-15	2,088	0	2	6.400%	101.28	0.20	-0.005%
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	4,396	0	10	4.200%	103.64	0.87	-0.016%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	8,860	1	10	4.350%	107.85	1.83	0.136%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,674	2	6	4.450%	110.55	2.41	0.260%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,915	3	6	4.750%	114.44	3.27	0.600%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	6	4.800%	117.04	4.10	0.938%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	9,514	5	4	3.850%	113.59	4.82	1.217%
OTs 7 Anos 15	2022-10-17	3,000	6	10	2.200%	103.27	6.34	1.691%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	7	10	4.950%	121.97	6.70	1.922%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	8	2	5.650%	126.68	6.59	2.077%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	10,677	9	10	2.875%	105.26	8.45	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,376	14	2	3.875%	111.34	10.75	2.889%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	8,020.00	21	4	4.100%	112.82	14.27	3.257%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	2,500.00	29	2	4.100%	111.85	16.28	4.130%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações

	03.12.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face 52 semanas	Data Mínimo 52 semanas	Var. % face 52 semanas	Data Máximo 52 semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,343.3	-3.2	-6.4	5.8	13.9	2014-12-16	-13.2	2015-04-13	4.3	14.5
DJ EURO STOXX	351.1	-2.3	-4.9	9.4	17.2	2014-12-16	-11.0	2015-04-13	8.1	15.5
DJ EUROPE STOXX 50	3,161.2	-3.5	-6.6	4.9	12.7	2014-12-16	-12.5	2015-04-15	3.5	15.1
DJ EUROPE STOXX	372.1	-2.5	-5.6	8.3	16.3	2014-12-16	-10.7	2015-04-15	7.5	16.0
MSCI EUROPE	1,467.9	-1.5	-6.7	3.5	n.a.	2014-12-15	n.a.	2015-04-10	1.2	n.a.
BBG US INTERNET	113.6	0.1	11.5	23.6	31.7	2015-01-16	-2.4	2015-12-02	22.1	28.8
FTSE 100	6,275.0	-2.3	-8.7	-4.6	8.6	2015-08-24	-12.1	2015-04-27	-6.2	15.7
DAX	10,789.2	-0.8	-5.2	9.7	16.7	2014-12-16	-13.2	2015-04-10	9.2	13.2
CAC 40	4,730.2	-4.7	-5.5	10.3	20.1	2014-12-16	-10.8	2015-04-27	9.0	15.2
PSI-20	5,285.5	-5.9	-10.4	9.6	14.3	2015-01-07	-17.1	2015-04-10	1.9	15.4
IBEX 35	10,092.9	-4.3	-10.1	-2.5	8.6	2015-09-24	-15.7	2015-04-13	-5.6	15.5
DOW JONES INDUST.	17,477.7	-2.2	-2.4	-1.9	13.7	2015-08-24	-4.8	2015-05-19	-2.4	15.8
S&P 500	2,049.6	-2.5	-2.2	-0.5	9.8	2015-08-24	-4.0	2015-05-20	-1.1	17.3
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,037.5	-2.0	-0.4	6.4	17.4	2015-08-24	-3.7	2015-07-20	5.6	22.8
S&P UTILITIES	466.7	-1.9	-2.6	-4.1	10.9	2015-08-25	-6.5	2015-02-25	-4.7	16.3
S&P FINANCIALS INDEX	324.2	-1.1	-2.1	-2.7	9.5	2015-10-02	-6.0	2015-07-23	-1.9	14.5
NIKKEI 225	19,504.5	3.1	-4.8	11.8	17.5	2015-01-16	-6.9	2015-06-24	9.0	19.0
BOVESPA	46,393.3	-2.8	-13.3	-7.2	8.5	2015-08-24	-20.8	2015-05-06	-9.8	13.5
MSCI WORLD	1,309.2	-1.8	-5.0	1.0	n.a.	2015-09-29	n.a.	2015-05-21	-0.1	n.a.

Fonte: Bloomberg.

Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

	03.12.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE TELECOM	353.9	-3.1	-5.7	9.9	15.6	2014-12-16	-12.0	2015-07-20	7.7	20.3
DJ EUROPE BANK	188.1	-3.4	-14.3	-1.0	7.0	2015-01-15	-17.8	2015-07-21	-3.5	10.8
DJ EUROPE TECHNLOGY	359.9	0.9	-1.1	14.9	26.1	2015-08-24	-5.5	2015-04-22	18.6	21.5
DJ EUROPE INDUSTRIAL	439.7	-1.0	-6.7	7.8	15.9	2014-12-16	-11.4	2015-04-15	8.5	17.3
DJ EUROPE INSURANCE	286.9	0.4	3.3	14.8	23.2	2014-12-16	-6.9	2015-04-14	15.6	11.7
DJ EUROPE MEDIA	309.4	-2.0	-2.7	13.0	21.1	2014-12-16	-9.4	2015-04-14	14.5	18.8
DJ EUROPE FINANCIAL	453.3	-1.5	-1.5	19.2	29.5	2014-12-16	-7.0	2015-07-20	21.3	14.5
DJ EUROPE OIL&GAS	280.7	-5.3	-10.4	-1.1	16.1	2015-09-29	-18.9	2015-04-28	-4.1	16.1
DJ EUROPE UTILITY	305.5	-3.8	-5.6	-3.3	9.7	2015-09-24	-10.9	2015-04-29	-5.4	14.3
DJ EUROPE AUTO	561.7	3.7	-10.1	12.2	27.7	2015-09-29	-19.0	2015-03-17	12.6	10.7
DJ EUROPE CONSTRUCT	392.6	0.0	-0.7	16.5	27.0	2014-12-16	-6.7	2015-04-16	16.9	21.4
DJ EUROPE HEALTHCARE	787.7	-2.2	-4.4	13.1	18.7	2014-12-16	-10.8	2015-04-15	11.0	19.2
DJ EUROPE PR & HO GOODS	767.1	-4.4	2.4	19.9	29.2	2014-12-16	-6.6	2015-08-06	n.a.	19.4
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	261.6	0.4	2.9	17.5	27.3	2014-12-16	-3.9	2015-12-03	n.a.	16.4
DJ EUROPE BAS.RESR	262.2	-14.8	-33.0	-29.8	6.4	2015-09-29	-39.6	2015-03-02	-30.6	16.0
DJ EUROPE FOOD&BEV	656.4	-0.1	7.3	18.7	27.2	2014-12-16	-4.0	2015-12-03	18.4	23.0
DJ EUROPE CHEMICAL	834.3	-4.0	-10.3	5.4	12.7	2014-12-16	-17.0	2015-04-13	n.a.	17.3
DJ EUROPE RETAIL	351.7	-4.1	-3.2	12.6	24.0	2014-12-16	-8.5	2015-04-15	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	128.5	-1.7	-7.8	-5.2	20.7	2015-08-24	-11.5	2015-03-23	-5.7	9.6
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	732.5	-1.9	2.0	5.9	19.6	2015-08-24	-2.5	2015-11-05	4.3	17.1
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	631.0	-2.0	3.9	10.2	16.6	2014-12-16	-2.8	2015-11-04	11.7	20.4
S&P CONSUMER STAPLES	503.9	-1.2	2.0	0.9	10.3	2015-08-24	-3.8	2015-10-23	0.6	20.5
S&P ENERGY	476.4	-8.7	-15.3	-18.8	10.3	2015-08-25	-22.0	2015-05-05	-20.4	26.9
S&P HEALTH CARE	808.3	-3.2	-5.8	2.1	9.7	2015-09-28	-9.6	2015-07-20	-0.3	16.8
S&P MATERIALS	282.0	-1.2	-10.2	-7.6	15.6	2015-09-29	-13.8	2015-02-25	-9.6	17.4
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	144.9	-2.2	-7.3	-5.0	6.6	2015-08-24	-10.3	2015-04-29	-7.5	12.2

Fonte: Bloomberg.

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

	Preços							Variação				
	Peso	Dez.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dec/14	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
CRB Futuros												
Índice Global	100%	183.3	198.1	199.0	224.2	253.7	230.5	-7.5%	-7.9%	-18.2%	-27.7%	-20.5%
CRB Energia												
Petróleo		41.5	47.9	46.1	58.0	66.8	53.3	-13.4%	-9.9%	-28.4%	-37.9%	-22.1%
Heating oil		136.7	150.4	159.6	184.4	211.8	184.7	-9.1%	-14.4%	-25.9%	-35.5%	-26.0%
Gas natural		2.2	2.3	2.7	2.6	3.6	2.9	-2.4%	-16.8%	-15.9%	-39.5%	-23.6%
CRB Metais Preciosos												
Ouro		1061.7	1106.2	1120.9	1174.9	1207.5	1184.1	-4.0%	-5.3%	-9.6%	-12.1%	-10.3%
Platina		856.8	954.8	992.4	1099.2	1245.9	1208.9	-10.3%	-13.7%	-22.1%	-31.2%	-29.1%
Prata		14.1	15.1	14.5	16.1	16.5	15.6	-6.7%	-3.4%	-12.7%	-15.0%	-9.7%
CRB Agrícola												
Milho		370.3	379.0	349.5	363.5	376.0	397.0	-2.3%	5.9%	1.9%	-1.5%	-6.7%
Sementes de soja		894.3	910.5	877.3	946.5	1010.5	1019.3	-1.8%	1.9%	-5.5%	-11.5%	-12.3%
Trigo		467.5	519.0	457.8	523.8	599.8	589.8	-9.9%	2.1%	-10.7%	-22.1%	-20.7%
CRB Alimentares												
Cacau		3365.0	3235.0	3168.0	3115.0	2902.0	2910.0	4.0%	6.2%	8.0%	16.0%	15.6%
Café		122.1	120.5	115.9	135.7	181.6	166.6	1.3%	5.4%	-10.1%	-32.8%	-26.7%
Sumo de laranja		140.7	106.8	129.2	113.9	146.2	140.1	31.7%	8.9%	23.5%	-3.7%	0.5%
Açúcar		15.5	14.6	11.3	12.1	15.2	14.5	5.8%	37.4%	27.8%	1.8%	6.7%
CRB Industriais												
Cobre		206.7	231.9	232.0	268.7	293.3	282.6	-10.9%	-10.9%	-23.1%	-29.5%	-26.9%
Algodão		61.9	61.6	63.1	65.1	61.5	60.3	0.4%	-1.9%	-5.0%	0.6%	2.6%
CRB Gado												
Bovino		125.7	137.2	140.5	153.2	166.5	165.7	-8.4%	-10.5%	-18.0%	-24.5%	-24.1%
Suíno		58.4	57.4	69.2	82.2	87.6	81.2	1.7%	-15.6%	-29.0%	-33.4%	-28.1%

Fonte: Bloomberg.

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

BANCO BPI. S.A.

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

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

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

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