

### CRESCIMENTO SINCRONIZADO

- ▶ O cenário macroeconómico global mantém uma tendência favorável, lenta mas sustentada e com maior sincronia que em fases ascendentes anteriores. Nos EUA, de acordo com a segunda estimativa relativa ao andamento da actividade económica no 1T2017, o PIB terá aumentado 0.3% no trimestre, acima de +0.1% divulgado inicialmente, reflexo de maior pujança da procura interna. Admite-se que a trajectória seja de aceleração ao longo do ano, ainda que subsista uma incerteza elevada relativamente à capacidade de implementação das medidas de estímulo pelo presidente Trump, pois o ruído político tem dificultado maior clareza quanto às políticas futuras, lançando algumas nuvens e incertezas relativamente ao cenário a médio prazo. Em contraste, e pela positiva, as economias da região do euro revelam um dinamismo significativo, destacando-se a Alemanha, França e também Espanha, com ritmos de crescimento expressivos no início do ano e sinais de aceleração no segundo trimestre. Efectivamente, os indicadores positivos para a actividade económica, a par de um contexto menos incerto em termos políticos, têm impulsionado os indicadores de sentimento económico e de confiança dos agentes económicos, sugerindo que o PIB da região pode aproximar-se de um crescimento de 2% este ano. Particularmente animador é a trajectória ascendente do consumo privado e os sinais de aceleração do investimento em equipamento.
- ▶ Em Portugal, a economia surpreendeu muito positivamente nos primeiros três meses do ano, tendo a actividade registado uma expansão de 1% face ao trimestre anterior (maior desde 2010) e de 2.8% face ao período homólogo (maior da década). A retoma do investimento e o contributo positivo da procura externa líquida foram os principais motores do crescimento nos primeiros meses do ano, sugerindo um padrão de crescimento saudável. Subjacente à aceleração estiveram alguns factores de natureza temporária, relacionados com efeitos de base favoráveis – associados ao encerramento de uma das refinarias de combustíveis nos primeiros meses de 2016 e ao aumento significativo de importações de automóveis no mesmo período, antecipando o agravamento da fiscalidade – com impacto positivo na actividade este ano.
- ▶ Estes factores deverão diluir-se no segundo semestre, motivo pelo qual esperamos uma desaceleração da actividade até final do ano. Todavia, ainda assim, graças ao efeito de arrastamento muito favorável (designado efeito *carry-over*), e atendendo às dinâmicas muito positivas evidentes no andamento do sector exportador (serviços e também mercadorias) e na retoma do investimento, revimos em alta a nossa previsão de crescimento económico este ano de 1.5% para 2.5%, mantendo-se contudo a expectativa de desaceleração em 2018 e regresso a um patamar mais modesto, em torno de 1.8%. Os riscos estão actualmente equilibrados. Todavia, a economia portuguesa mantém um grau de vulnerabilidade significativo, estando os principais factores de risco associados à perspectiva de retirada dos estímulos quantitativos pelo BCE e ao ainda elevado endividamento observado no sector público e no sector corporativo, os quais se encontram reflectidos num grau de endividamento externo que compara desfavoravelmente com os pares.
- ▶ A moeda norte-americana tem sido particularmente penalizada pelo contexto político nebuloso que rodeia o novo presidente, cedendo terreno particularmente em relação ao euro, que por sua vez tem sido também suportado por um quadro macroeconómico pujante na região. A cotação EUR/USD ultrapassou faixas importantes, cotando acima de 1.10 e induzindo a revisão de expectativas face a uma apreciação esperada do dólar que parecia inevitável e que actualmente surge como cenário adiado. A curto prazo não se antecipam factores que possam alterar significativamente o actual quadro.
- ▶ Na reunião do conselho de governadores de Junho, o Banco Central Europeu deverá reconhecer o cenário de crescimento mais equilibrado, mantendo contudo um discurso cauteloso e com enfoque na trajectória de inflação que voltou a recuar em Maio, corrigindo um efeito de calendário. Entretanto a apreciação da moeda europeia, pelo potencial impacto na inflação, reforça a argumentação a favor dos que advogam a manutenção de uma postura pouco agressiva na comunicação com o mercado. Em suma, antes do final do Verão não se antecipam novidades relativamente à condução da política monetária na UEM.
- ▶ Ainda que a política de estímulos quantitativos se mantenha como o principal factor condicionante do mercado de dívida pública europeu, as *yields* de longo prazo têm oscilado de forma mais expressiva em resposta quer aos sinais macroeconómicos quer ao risco político. Desta forma, no final de Maio, o aumento da probabilidade de ocorrência de eleições antecipadas em Itália suscitou o recuo das taxas longas nos mercados de referência e o alargamento ligeiro dos prémios de risco da periferia da UEM. Ainda assim, a dívida pública portuguesa tem evidenciado uma *performance* assinalável, tendo o *spread* face ao *Bund* estreitado na maturidade de 10 anos cerca de 35 p.b. no espaço de um mês. Para além dos desenvolvimentos globais descritos, este comportamento reflecte também, em certa medida, a maior probabilidade atribuída ao cenário de melhoria de *rating* da República, cenário que em nosso entender se mantém dependente da existência de evidências consistentes quanto à trajectória de redução esperada dos níveis de endividamento do estado. Que por ora se afiguram possíveis mas que não estão ainda garantidos.

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

## **Crescimento sincronizado**

A actividade económica global deverá continuar a fortalecer-se, de forma sustentada, reflectindo crescimento mais robusto no grupo dos países desenvolvidos e estabilização ou recuperação na maior parte das economias emergentes. Para este equilíbrio contribuem o desempenho muito favorável dos países da Zona Euro, incluindo Portugal que evidenciou, no primeiro trimestre, o maior ritmo de expansão da última década. Releva também a capacidade de controlo, pelas autoridades chinesas, do processo de desaceleração da economia da China, bem como a estabilização dos preços do petróleo num patamar de equilíbrio, menos penalizador para algumas economias emergentes, sobretudo as exportadoras de *commodities* menos diversificadas, como é o caso de Angola. Nos mercados financeiros, depois dos expressivos ganhos observados nos activos de maior risco após a vitória de Macron, em França, os investidores focam-se sobretudo na interpretação da informação económica. Todavia, o risco político espreita novamente, graças ao impasse nas negociações entre o Governo da Grécia e os credores e a possibilidade de que as eleições em Itália ocorram mais cedo que o esperado, relembrando de novo as ameaças de rupturas alimentadas por movimentos políticos populistas.

### **DEPARTAMENTO DE ESTUDOS ECONÓMICOS E FINANCEIROS**

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

### **ANÁLISE TÉCNICA** Agostinho Leal Alves

Tel.: 351 21 310 11 86      Fax: 351 21 353 56 94

Email: [deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)      [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)      <http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi>

**ÍNDICE****Pág.**

|                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------|----|
| Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco            | 05 |
| Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco | 07 |

**TEMAS EM DESTAQUE**

|                                                                                       |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>PORTUGAL - CRESCIMENTO DO PIB CONFIRMADO EM 2.8% YOY NO 1T</b>                     | 09 |
| <b>PORTUGAL - INFLAÇÃO</b>                                                            | 12 |
| <b>PORTUGAL - COMÉRCIO EXTERNO DE BENS NO 1T</b>                                      | 15 |
| <b>PORTUGAL - MERCADO DE TRABALHO COM DESEMPENHO SÓLIDO NO 1T</b>                     | 17 |
| <b>PORTUGAL - EXECUÇÃO PIORA ATÉ ABRIL MAS MANTÉM-SE SOB CONTROLO</b>                 | 20 |
| <b>PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017-21 - OPTIMISMO NO MÉDIO E LONGO PRAZO</b>            | 22 |
| <b>EVOLUÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRÉDITO E DEPÓSITOS EM PORTUGAL</b> | 26 |
| <b>PORTUGAL - BREXIT, QUASE UM ANO DEPOIS</b>                                         | 30 |
| <b>REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO</b>                                      | 34 |
| <b>ZONA EURO CONSOLIDA CICLO DE EXPANSÃO</b>                                          | 39 |
| <b>O FACTOR TRUMP</b>                                                                 | 41 |

**ECONOMIAS**

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>ZONA EURO - SINAIS POSITIVOS PARA O INÍCIO DO 2T</b>                        | 43 |
| <b>ANGOLA - SALDO COMERCIAL MELHOROU EM 2016, RESERVAS CONTINUAM EM QUEBRA</b> | 44 |
| <b>MOÇAMBIQUE - CRESCIMENTO ECONÓMICO EM TORNO DE 3% Y/Y NO 1T17</b>           | 45 |

**MERCADOS**

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| <b>MERCADO CAMBIAL</b>                       |    |
| DÓLAR MAIS FRACO E EURO GANHA BRILHO         | 47 |
| <b>MERCADO MONETÁRIO E DE DÍVIDA PÚBLICA</b> |    |
| YIELDS SEM ÍMPETO                            | 48 |
| <b>MERCADO DE COMMODITIES</b>                |    |
| OPEP PROLONGA CORTE DE PRODUÇÃO              | 49 |

**PREVISÕES**

|                                                        |    |
|--------------------------------------------------------|----|
| Economias Desenvolvidas                                |    |
| Mercados Emergentes                                    |    |
| Previsões Económicas BPI - EUA&UEM                     |    |
| Previsões Económicas BPI - Portugal                    | 51 |
| Taxas de Câmbio                                        |    |
| Taxas de Juro                                          | 52 |
| Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais          | 53 |
| Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes                |    |
| Taxas de Juro e <i>Spreads</i> dos Mercados Emergentes | 54 |

|                       |    |
|-----------------------|----|
| <b>BASES DE DADOS</b> | 55 |
|-----------------------|----|



## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

|                  | Perspectivas Globais                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Factores de Risco                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Global</b>    | <p>. Os indicadores económicos globais confirmam que a actividade económica tem vindo gradualmente a acelerar nos principais blocos, num ciclo de crescimento que se caracteriza pela sincronia, afastando-se o receio de deflação e de possível novo abrandamento do comércio internacional. Existem sinais de abrandamento em algumas regiões, destacando-se a China onde apesar de tudo o processo parece controlado, mas os principais indicadores de actividade e sentimento ao longo do segundo trimestre mantêm-se suportados, destacando-se positivamente a Zona Euro onde o ritmo de expansão poderá aproximar-se de 2% este ano.</p> <p>. Num contexto financeiro que permanece favorável e de suporte ao crescimento, para o qual contribuem políticas fiscais neutras e políticas monetárias muito acomodaticias, as tendências de revisão de cenários de Primavera (FMI, Comissão Europeia) têm sido no sentido ascendente. O adiamento de expectativas relativamente à possibilidade de implementação de políticas de suporte ao crescimento pela administração Trump sustenta a previsão de que a tendência de aceleração económica global possa ser prolongada em 2018.</p> <p>. O ritmo de crescimento dos preços tem vindo a normalizar nos países desenvolvidos, assistindo-se ao aumento gradual das medidas de inflação <i>core</i>, menos voláteis. A melhoria registada nos mercados de trabalho e o estreitamento das folgas produtivas, ao qual se aliam também alguns progressos em termos de crescimento salarial, contribuem para este cenário de normalização.</p> <p>. Em termos globais, as expectativas para 2017 são elevadas, na medida em que se está a incorporar o regresso a tendências de uma maior normalidade: lenta elevação da inflação; inversão do ciclo das <i>commodities</i> ou pelo menos, estabilização dos preços em patamares menos penalizadores para as economias exportadoras; taxas de juro mais elevadas. Dado o contexto, o potencial de desilusão poderá também ser significativo.</p> | <p>. Os riscos continuam enviesados em sentido descendente, embora estejam mais equilibrados:</p> <p>. <b>Brexit</b> - consequências poderão ser mais gravosas se o processo conduzir ao reforço dos níveis de protecção, perturbações políticas e contágio a outros países europeus. A aproximação das eleições britânicas induziu maior agressividade nos discursos de Theresa May, fazendo temer a possibilidade de um "hard Brexit".</p> <p>. <b>Eleições na Europa</b> - Alemanha (Setembro) e possibilidade de convocação de eleições antecipadas em Itália, onde o partido populista 5 Estrelas poderá ganhar maior visibilidade.</p> <p>. Em causa estará sobretudo o suporte ao projecto europeu.</p> <p>. <b>Sector bancário</b> - apresenta-se ainda frágil, com destaque para Itália e Portugal, embora a nível doméstico se tenham registado progressos notórios nos últimos meses;</p> <p>. <b>China</b> - abrandamento pode surpreender dados alguns desequilíbrios (endividamento interno, em particular das entidades públicas locais e recurso a <i>shadow-banking</i>)</p> <p>. <b>Economias emergentes</b> - o processo de normalização dos juros nos EUA poderá despoletar ajustamentos mais fortes nestas economias, estimulando fuga de capitais.</p> <p>. <b>Guerras cambiais</b> - O actual equilíbrio (ainda que precário) nos mercados cambiais pode ser ameaçado pelo discurso norte-americano de tentar desvalorizar o dólar, mencionando a alegada subvalorização artificial de outras moedas, o que pode suscitar eventuais retaliações dos restantes países, com uma possível guerra cambial em vista.</p> |
| <b>EUA</b>       | <p>. No IT17 a economia registou uma expansão no trimestre de 1.2% anualizados, revistos em alta face à estimativa preliminar de 0.7%. Em causa estiveram maior crescimento do consumo e investimento privados, justificando a revisão em alta do crescimento; em termos homólogos, o PIB subiu 2.0%, o mesmo ritmo que no trimestre anterior. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego atingiu o mínimo da década em 4.3%, sendo ainda tímidos os avanços nos ganhos salariais.</p> <p>. A eleição de Donald Trump levou a uma relativamente inesperada reacção positiva por parte dos investidores e a um aumento da confiança dos consumidores, antecipando um maior nível de crescimento económico devido aos planos de uma política orçamental expansionista. Todavia prevalece a incerteza quanto ao que serão as políticas concretas, havendo já alguma desilusão quanto à capacidade de implementação de políticas, devido à não aprovação da reforma dos cuidados de saúde, e também ao pouco detalhe apresentado até agora sobre a reforma da política fiscal. A dificuldade de negociação e complexidade das matérias fiscais deverá implicar um processo demorado, o que atrai qualquer plano de expansão orçamental baseada em infraestruturas para 2018, seguramente.</p> <p>. A actividade económica deverá continuar a ser suportada por uma evolução favorável do consumo, já que a criação de emprego se tem vindo a manter. Todavia, os ganhos salariais apresentam-se tímidos e prevalecem sinais de maior cautela por parte do consumidor, evidente no reforço da taxa de poupança das famílias, pelo que o consumo das famílias deverá manter-se positivo mas moderado. Por outro lado, este ano deverá ser marcado por uma recuperação do investimento, como já foi testemunhado nos valores preliminares do 1º trimestre. Para a globalidade do ano esperamos uma aceleração do crescimento económico em volta dos 2.3%, com possível aceleração em 2018.</p>                                                         | <p>. <b>Protecçãoismo</b> - O seu aumento poderá repercutir-se negativamente sob o crescimento americano, sendo bastante provável que medidas concretas tenham uma resposta de retaliação por parte dos países visados.</p> <p>. <b>Estímulo orçamental</b> - Em contrapartida, os planos de baixa de impostos e construção de infra-estruturas do presidente Republicano poderão propiciar um maior ritmo de crescimento à economia americana, embora este cenário seja possível de contestar pela falta de folga no mercado de trabalho - pelo contrário, as políticas de expansão poderão ser meramente inflacionistas, sem muito efeito no crescimento económico. Além disso há um risco negativo, do potencial de desilusão face à incapacidade de aplicação das políticas desejadas por parte da Administração.</p> <p>. <b>Fed</b> - Potencial instabilidade associada à alteração do ciclo de política monetária poderá gerar incerteza nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e actividade. O risco de fortalecimento do dólar, actualmente mais esbatido, poderá prejudicar igualmente o desempenho das exportações americanas.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Japão</b>     | <p>. A Comissão Europeia estima que o PIB cresça 1.2% em 2017, beneficiando do fortalecimento da procura global, suporte da política monetária e política fiscal expansionista. Todavia, em 2018 o crescimento poderá abrandar de forma significativa, reflectindo a diminuição dos estímulos fiscais.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <p>. Os riscos estão enviesados em sentido descendente e relacionam-se com incerteza quanto à evolução das relações comerciais ao abrigo do acordo trans-pacífico. Também aumentos das tensões geopolíticas em algumas zonas da Ásia poderão ter impacto negativo no sentimento económico, investimento e comércio externo.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| <b>Zona Euro</b> | <p>. <b>Economia em 2017</b> - O ritmo de crescimento económico na área do euro em 2017 deverá ser semelhante ao observado no ano transacto, suportado pela procura doméstica. A actividade económica deverá tirar partido dos efeitos de algumas das políticas de impulso do ano passado, nomeadamente as condições financeiras mais favoráveis e preços do petróleo relativamente baixos, aos quais se junta a recuperação do mercado laboral. A este dinamismo, alia-se a melhoria da confiança dos agentes económicos, em linha com um contexto em que os riscos para o crescimento económico são agora mais equilibrados.</p> <p>. <b>Inflação</b> - À medida que os efeitos de base, decorrentes dos preços dos bens energéticos, começam a atenuar, a taxa de inflação deverá reflectir um comportamento mais benigno, tal como aconteceu com o valor de Maio (preliminar). É, assim, esperado que, na 2ª metade do ano, a inflação atinja taxas mais baixas do que as registadas nos primeiros meses de 2017, mas, ainda assim, deverá registar para o total do ano níveis mais favoráveis do que os registados no passado recente. O comportamento dos preços será determinante para moldar as expectativas de mercado relativamente à política do BCE.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | <p>. Questões de ordem política interna: eventual incerteza política na Europa, em linha com a possibilidade de eleições antecipadas em Itália; possibilidade de alastramento do apoio a movimentos mais extremistas e isolacionistas; eleições na Alemanha; negociações e efeitos do referendo britânico.</p> <p>. Factores de incerteza global: Administração Trump; normalização monetária nos EUA; desaceleração da actividade económica na China.</p> <p>. Intensificar das preocupações relativas à segurança.</p> <p>. Adiamento na resolução de questões relacionadas com o sector bancário.</p> <p>. Eventual início do processo de retirada dos estímulos do BCE, com impacto nos mercados de dívida soberana.</p> <p>. Pela positiva: efeitos do programa do QE.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco (cont.)

| Perspectivas Globais                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Factores de Risco                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Reino Unido</b></p> <p>. A Comissão Europeia estima que a economia avance 1.8% este ano, reflectindo um menor crescimento do consumo privado num ambiente de inflação mais elevada e crescimento de salários mais baixo. Também o investimento deverá quase estagnar durante o ano, reflectindo ambiente de maior incerteza. O menor contributo da procura interna será compensado pelo melhor desempenho da procura externa, que beneficiará do menor crescimento das importações e bom comportamento das exportações num ambiente de procura global mais forte e libra mais fraca.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | <p>. <b>Brexit</b> - As perspectivas apresentam-se enviesados em sentido negativo. O início da negociação da saída do Reino Unido da EU e a perspectiva de que esta negociação não será "fácil" poderá ser um factor a "paralisar" a actividade nos próximos meses.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <p><b>Portugal</b></p> <p>. <b>1º trimestre</b> - O PIB registou um crescimento bastante acima da tendência recente, ao aumentar 2.8% yoy (ritmo mais rápido desde o final de 2017). Em termos trimestrais, a actividade económica aumentou 1.0%, 0.3 pontos percentuais a mais do que nos 3 meses anteriores. O desempenho foi resultado, por um lado, de um sólido crescimento do investimento - 8.9% yoy, o mais elevado desde 1998 -, suportado em particular por uma recuperação da construção. Por outro lado, foi também fundamental a subida bastante sólida das exportações, acima da subida das importações: se, por um lado, há factores negativos a deixar de influenciar a venda de produtos ao exterior (exportações de combustíveis e para Angola), a dinâmica na Zona Euro, em particular de Espanha, e o turismo, estão a dar bastante fôlego às exportações nacionais de bens e serviços; estas contribuíram com 4.2 pontos percentuais (p.p.) para o crescimento homólogo, sendo assim a procura externa líquida responsável por 0.5 p.p., depois de retirada a influência das importações.</p> <p>. <b>Economia em 2017</b> - Esperamos que a expansão do PIB seja de cerca de 2.5%, beneficiando em parte dos efeitos de base bastante favoráveis em várias componentes da procura agregada. Mais ainda, para além da influência positiva da evolução cíclica, numa fase mais benéfica neste momento, consideramos que há efeitos estruturais a suportar esta dinâmica algo mais sólida da economia portuguesa. Por outro lado, é expectável que, apesar da continuação do aumento de rendimentos (e também do aumento do emprego), a ainda alta dívida das famílias e a baixa taxa de poupança condicionem o crescimento do consumo, pelo que é esperado que este continue moderado.</p> | <p>. <b>Tapering pelo BCE</b> - O risco mais premente prende-se com uma futura redução dos estímulos do BCE em termos de compras de dívida pública, que poderá implicar uma degradação da avaliação do risco da dívida portuguesa, com implicações nos gastos em juros, mas também na dinâmica da economia, com particular incidência no investimento. Estima-se que as aquisições de dívida pelo BCE tenham representado mais de 60% das colocações de nova dívida pelo Estado, em 2016.</p> <p>. <b>Investimento</b> - Depois dos sinais de recuperação no final de 2016, procura-se agora confirmar essa tendência mais positiva. Este é um dos principais factores de preocupação a médio prazo, dado o fraco crescimento potencial que, a par dos baixos níveis de produtividade, é apontado pelos investidores como principal condicionante da avaliação de risco da economia portuguesa.</p> <p>. <b>Envolvente externa</b> - A envolvente financeira global pode deteriorar-se e regressar um ambiente de maior aversão ao risco, com potenciais implicações negativas nos custos de financiamento do Tesouro português e das empresas nacionais. Recorde-se que as necessidades de financiamento públicas permanecem avultadas.</p> <p>. <b>Pela positiva</b> - Uma eventual alteração da notação de <i>rating</i> ou das perspectivas da sua evolução teria um efeito propulsor significativo, na medida em que permitiria a ancoragem dos custos de financiamento em níveis mais confortáveis. A probabilidade de uma melhoria (do <i>Outlook</i>) tem vindo a aumentar atendendo à redução de desequilíbrios (menor dívida das famílias, resolução dos problemas na banca, excedente externo sustentado, <i>superavit</i> público primário, maior robustez no crescimento económico) mas permanece estrangida por factores importantes relacionados sobretudo com a dificuldade de redução dos níveis de endividamento público.</p> |
| <p><b>América Latina</b></p> <p>. Em 2017 antecipa-se o retorno a cenários de crescimento. Em Abril, o FMI reviu o ritmo de expansão esperado para 2017 para 1.1%, menos 0.1 pontos percentuais do que o previsto em Janeiro. Para 2018, antecipa um crescimento de 2.0%. Os cenários traçados estão sujeitos a elevado grau de incerteza, estando os riscos especialmente enviesados em sentido descendente.</p> <p>. <b>Brasil</b> - Os indicadores económicos relativos ao 1T17 sugerem expansão da actividade e os primeiros dados para o 2T apontam para consolidação da tendência. Mas a actividade económica foi mais uma vez ensombrada com o surgimento de escândalos políticos que se poderão traduzir em adiamento de reformas estruturais, limitando as perspectivas de crescimento no médio-longo prazo. Neste ambiente a S&amp;P e a Moodys reviram em baixa as perspectivas de evolução do <i>rating</i> do país de estável para negativa.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | <p>. <b>Fed</b> - Possibilidade de regresso da volatilidade aos mercados financeiros e saídas de capitais externos na sequência da inversão da política monetária dos EUA, e de uma recessão prolongada no Brasil.</p> <p>. O <b>Brexit</b> poderá influenciar negativamente, via queda da confiança dos agentes económicos.</p> <p>. <b>Política monetária de suporte</b> - Pela positiva destaca-se o ciclo de redução das taxas de juro de referência no Brasil, atribuindo-se alguma probabilidade que se revele mais forte do que antecipado inicialmente.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <p><b>África Subsariana</b></p> <p>. <b>Economia em 2017</b> - Tendo em consideração as projecções económicas para as duas principais economias (Nigéria e África do Sul que, no conjunto, têm um peso de cerca de 50% do PIB da região), o FMI prevê que o crescimento na África Subsariana atinja 2.6% em 2017, uma revisão em baixa de 0.2 p.p. face a Janeiro. Ainda assim, este ritmo de crescimento mascara dinâmicas de crescimento distintas, reflectindo estruturas diferenciadas da economia dos vários países da região subsariana (exportadores vs. importadores de petróleo; intensivos em recursos naturais vs. não intensivos).</p> <p>. <b>Angola</b>, por seu lado, continua a adaptar-se com alguma dificuldade ao cenário de preços do petróleo relativamente mais baixos, com efeitos nefastos para a economia não-petrolífera resultantes da escassez de receitas. O FMI projecta uma taxa de crescimento do PIB de 1.3% em 2017, após uma estagnação em 2016. Continua, contudo, a acautelar uma quantia prudente de reservas internacionais líquidas, que permitem afastar receios sobre a solvabilidade do país (em Abril, totalizaram USD 18.4 mil milhões).</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | <p>. Ajustamento face à nova normalidade de preços baixos das <i>commodities</i> - No caso dos países exportadores e produtores de matérias-primas, a actividade económica deverá ser ainda afectada pela necessidade de medidas mais restritivas ao nível fiscal.</p> <p>. <b>China</b> - Ritmo e implicações do ajustamento do modelo de crescimento económico chinês; lento crescimento económico em economias avançadas.</p> <p>. <b>Ciclo eleitoral</b> - Ajustamento lento das reformas necessárias ao crescimento económico, num cenário de aproximação de eleições nalguns países.</p> <p>. <b>Clima</b> - Possibilidade de condições climáticas adversas.</p> <p>. Possibilidade de aumento da aversão global ao risco e turbulência nos mercados financeiros.</p> <p>. <b>Fed</b> - Aumento das taxas de juro nos EUA e fuga de capitais da região subsariana.</p> <p>. Ameaça de actividades extremistas, como o terrorismo.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |

## Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

|                          | Recomendações                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Factores de Risco                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Mercado Cambial</b>   | <p>. <b>USD &amp; EUR</b> - O dólar está a ser influenciado de forma negativa pela alteração de expectativas em relação à actuação da Administração Trump e pela divulgação de informação económica mista que mostra hesitações no ritmo da actividade. O adiamento de promessas eleitorais ao nível da política fiscal e do programa de obras públicas está a manter expectantes os agentes económicos, fazendo adiar decisões de investimento. A normalização das taxas de juro nos EUA está há muito descontada pelo mercado. O EUR, por seu turno, está a beneficiar da diminuição do risco político na Europa, ultrapassadas as eleições presidenciais francesas. A vitória de Macron, candidato pró-Europa, está a ser encarada como benéfica no reforço da UE e do euro. O crescimento na Zona Euro está a surpreender, tanto ao nível dos principais motores como ao nível dos países periféricos. O novo equilíbrio do EUR/USD encontra-se agora acima de 1.10, com tendência para subir.</p> <p>. <b>CHF &amp; GBP</b> - O CHF mantém-se controlado pelo banco central, que recentemente teve de intervir para retirar pressão de apreciação à moeda. O EUR/CHF encontrava-se próximo de 1.0650 e foi recolocado próximo de 1.09. Na GBP, que se encontra subavaliada em relação ao EUR, a tendência deverá ser de agravamento da debilidade com o avançar do processo de Brexit. As eleições de dia 8 de Junho poderão trazer problemas adicionais, nomeadamente se Theresa May perder força política (as sondagens estão a dar perda de maioria aos Conservadores).</p> | <p>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.</p> <p>. Decepção ou surpresas positivas com a evolução económica em alguns blocos.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p> <p>. A questão do Brexit deverá ter consequências mais vastas (e incertas), para além do espaço do Reino Unido, embora o processo se mostre longo e imprevisível.</p> <p>. A política da Administração Trump acarreta incerteza.</p> <p>. Colocam-se ainda questões ao nível do crescimento mundial, do comércio, da evolução da inflação, do comportamento dos preços das matérias-primas, etc..</p>                                                                                              |
| <b>Mercado Monetário</b> | <p>. <b>BCE</b> - As taxas directoras não se alterarão ao longo de 2017, pelo que atribuímos uma elevada probabilidade a que as taxas de mercado se mantenham em terreno negativo durante o ano. As taxas de juro implícitas nos futuros da Euribor a 3 meses apontam para que estas se situem em torno de -0.30% no final de 2017.</p> <p>. <b>Fed</b> - Nos EUA, espera-se a subida da taxa dos <i>fed-funds</i> em 25 p.b. na reunião de Junho. Até ao final do ano, poderá ocorrer outra subida da mesma dimensão. Na reunião de Maio, o facto do crescimento ter sido menor do que o esperado no 1T17 foi considerado um movimento temporário e a avaliação dos riscos para o crescimento foi neutral.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | <p>. Na zona euro, as taxas de curto prazo encontram-se em terreno negativo em todos os prazos, mantendo-se a tendência de estabilização. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p> <p>. Nos EUA, a expectativa de um segundo aumento da taxa directora ainda este ano tem vindo a perder força, mas ainda é considerado provável.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>Dívida Pública</b>    | <p>. <b>Dívida benchmark</b> - As <i>yields</i> do UST e do <i>Bund</i> a 10 anos registaram em intervalos relativamente estreitos ao longo de Maio. Os factores fundamentais continuam a suportar um cenário de perda de valor no mercado de taxa fixa, embora este continue a ser um cenário sem tracção.</p> <p>. <b>Mercados periféricos</b> - o ambiente de menor aversão ao risco e baixas níveis de rentabilidade reflecte-se em maior apetência pela tomada de risco, favorecendo o recuo das <i>yields</i> dos países da periferia do euro, com destaque para a dívida portuguesa que registou níveis inferiores a 3.0%.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <p>. Existem riscos em ambos os sentidos, embora estes possam estar ligeiramente enviesados no sentido de uma depreciação dos títulos de taxa fixa superior ao esperado, dadas as boas perspectivas de crescimento a nível mundial, com destaque para a zona euro. Na área do euro, caso aumentam as pressões sob o BCE para retirada dos estímulos associados ao QE o movimento de queda de preços dos Bunds poderá acentuar-se.</p> <p>. Nos países da periferia o risco de agravamento dos prémios de risco exigidos mantém-se, sobretudo se se observar algum evento desfavorável, nomeadamente no sector financeiro. Em Portugal e nos países periféricos mais vulneráveis, a redução esperada das compras pelo BCE poderá reflectir-se no agravamento do prémio de risco.</p> |
| <b>Dívida Diversa</b>    | <p>. <b>Emissões ainda elevadas</b> - Por agora, as emissões estão em níveis bastante elevados, na perspectiva de custos de financiamento mais elevados no futuro, e aproveitando um nível bastante baixo de volatilidade nos mercados. Ao mesmo tempo, verifica-se uma tendência de menores <i>spreads</i>, consistente com um cenário <i>risk-on</i>, embora este cenário esteja agora um pouco em questão, nomeadamente nos EUA, devido a alguma hesitação quanto à capacidade de implementação de políticas da Administração Trump. Depois de uma subida inicial dos <i>yields</i> nos EUA, devido ao ambiente de maior crescimento e subida dos juros, estas encontram-se agora numa tendência de estabilização, por agora.</p> <p>. <b>Defaults em quebra</b> - Os <i>defaults</i> continuam a um nível baixo na Europa, estando mesmo perto de mínimos de cerca de 5 anos, enquanto nos Estados Unidos a taxa de incumprimento começou a descer de maneira consistente, apesar de continuar bastante alta.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | <p>. Potencial para renovado aumento dos <i>spreads</i> num cenário de desapontamento com as políticas implementadas por Donald Trump.</p> <p>. Um ritmo mais acelerado do que o expectável no rumo de subida dos juros da Reserva Federal.</p> <p>. Incerteza em relação ao processo de saída do Reino Unido da União Europeia.</p> <p>. Aumento dos <i>defaults</i> com maiores custos de financiamento, em particular no segmento <i>high yield</i>.</p> <p>. Potenciais problemas a médio prazo na dívida europeia com a redução de compra de dívida diversa por parte do BCE.</p> <p>. Eventuais picos de volatilidade na negociação de dívida empresarial, em especial no caso de quebras para o segmento <i>high yield</i>.</p>                                              |
| <b>Acções</b>            | <p>. As <b>bolsas europeias</b> aproximam-se dos máximos de 2015, considerando as expectativas de que a dinâmica da actividade económica pode surpreender este ano; ao mesmo tempo, os mercados bolsistas europeus parecem beneficiar do cenário de menores riscos políticos, especialmente com a vitória de Macron nas presidenciais francesas, reflectido também nos indicadores de volatilidade. Apesar do momento positivo, há factores que podem contribuir para um movimento de correcção.</p> <p>. A <b>performance americana</b> está condicionada pelas expectativas em torno do plano económico de Trump, que parece assentar no investimento em infra-estruturas, na expansão fiscal, diminuição dos impostos sob as empresas e alívio da regulação. Os sectores mais tradicionais deverão ser os mais beneficiados, incluindo indústria mineira e serviços financeiros. No entanto, a aplicação de medidas de orientação proteccionista pode limitar a valorização das bolsas americanas.</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <p>. O processo de normalização da política monetária por parte da Fed pode levar os investidores a afastarem-se para outros mercados.</p> <p>. Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus, processo de negociação para a saída do Reino Unido da União Europeia, medidas proteccionistas. Estas questões podem aumentar a volatilidade e a aversão ao risco.</p> <p>. Desenvolvimentos no sector bancário europeu.</p> <p>. Desaceleração económica na China.</p> <p>. Actuação dos bancos centrais mundiais.</p> <p>. Perspectivas positivas para os resultados empresariais.</p> <p>. Cenário de novas quedas dos preços das matérias-primas.</p>                                                                         |

## Mercado Financeiro - Principais tendências e factores de risco

|                    | Recomendações                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | Factores de Risco                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Commodities</b> | <p>. A perspectiva é de consolidação da recuperação dos preços, suportada num maior consumo dos principais blocos económicos, que deverão ver normalizado o seu crescimento, num contexto de maior equilíbrio financeiro, mais inflação e mais comércio. É de contar ainda com a correcção da oferta sentida nalguns produtos, nomeadamente no mercado da energia.</p> <p>. Na energia, nomeadamente no petróleo, os preços mais estáveis foram alcançados através do acordo efectuado entre os países da OPEP mais a Rússia com vista à redução da produção diária. Acordo que foi recentemente prolongado até Março de 2018. Nele consta um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurar uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) nos países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo).</p> <p>. O aumento das expectativas de mais inflação pode inverter o interesse dos investidores e fazer regressar a procura em ouro, nomeadamente ou nível de operações de carácter mais especulativo.</p> <p>. Também os preços dos produtos agrícolas estão sujeitos ao regresso dos especuladores, caso se comece a desenhar uma tendência de subida.</p> | <p>. O maior ou menor impulso económico nos EUA e a situação económica da China, num processo de grande transformação, são de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dado o seu importante papel como produtores e consumidores.</p> <p>. Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes, geradores de volatilidade nos preços.</p> <p>. No Reino Unido, o Brexit acrescentou incerteza e indefinição aos mercados.</p> |

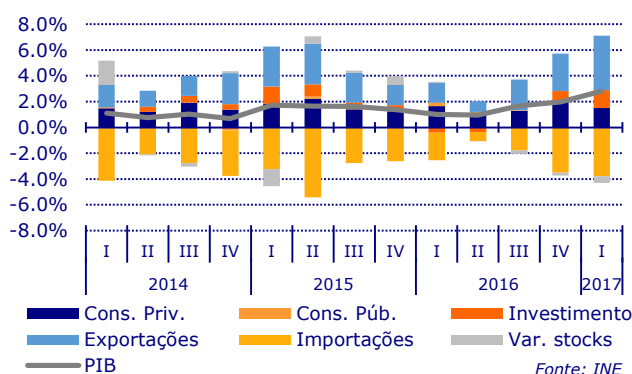
## PORTUGAL – CRESCIMENTO DO PIB CONFIRMADO EM 2.8% YOY NO 1T

□ Expansão mais rápida em quase 20 anos por parte do investimento suportou crescimento económico

A segunda estimativa do PIB no 1º trimestre confirmou um ritmo sólido de crescimento de 2.8% yoy, o mais rápido desde o final de 2007. Este desempenho foi resultado, por um lado, de um novo aumento do investimento (em particular na construção), e por outro, de um crescimento sólido das exportações, superior ao aumento das importações (também elevado devido ao alto conteúdo importado do investimento nacional). O consumo privado desacelerou, o que pode ser visto com bons olhos, já que deverá permitir uma composição mais sustentável de crescimento para o mesmo. Os riscos face à nossa previsão de 2.5% de crescimento em 2017 estão equilibrados.

### PIB e componentes

(%; contributos para o crescimento homólogo em p.p.)



### Contribuições para crescimento homólogo (p.p.)

|                 | 2016 |      | 2017 |      |
|-----------------|------|------|------|------|
|                 | 2T   | 3T   | 4T   | 1T   |
| PIB             | 0.9  | 1.7  | 2.0  | 2.8  |
| Consumo privado | 1.1  | 1.3  | 2.0  | 1.5  |
| Consumo público | 0.1  | 0.0  | 0.0  | -0.1 |
| Investimento    | -0.4 | -0.3 | 0.6  | 0.9  |
| Exportações     | 0.8  | 2.4  | 2.9  | 4.2  |
| Importações     | -0.7 | -1.7 | -3.5 | -3.7 |

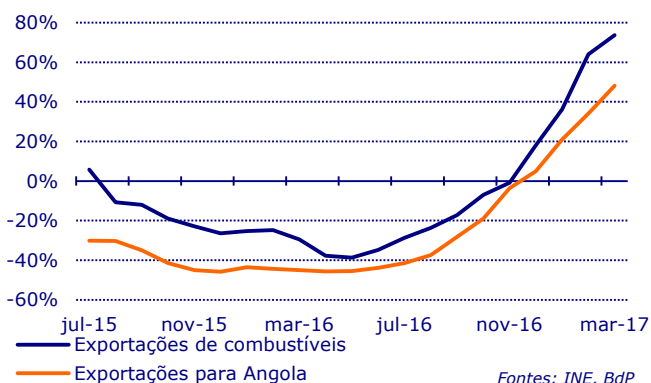
Fonte: INE.

A economia portuguesa cresceu 2.8% yoy, tal como estimado previamente pelo INE. Este foi o ritmo mais elevado de crescimento desde o final de 2007. Em termos trimestrais, a actividade económica aumentou 1.0% qoq, 0.3 pontos percentuais a mais do que nos 3 meses anteriores. Trata-se da expansão mais rápida num 1º trimestre desde 2010.

A procura externa líquida passou a contribuir positivamente para o crescimento do PIB: em termos homólogos, contribuiu com 0.5 p.p. para a expansão económica, adicionando 0.8 p.p. ao aumento trimestral da actividade económica. As exportações aumentaram 9.7% yoy em volume, o aumento mais elevado desde o último trimestre de 2013: parte do efeito prende-se também com uma base de comparação bastante favorável no 1º trimestre do ano passado, devido a efeitos negativos temporários nas exportações de combustíveis e nas exportações para Angola – os dados disponíveis sobre as exportações de bens mostram um aumento de 48.3% yoy nos bens vendidos para Angola no 1º trimestre do ano, juntamente com aumentos em geral na exportação para os vários parceiros comerciais; a contribuição da economia espanhola foi a mais significativa, 3.9 p.p. para o crescimento das exportações. Além disso, os indicadores do sector do turismo apontam para um efeito significativo destas actividades nas exportações de serviços – as receitas turísticas subiram 13.5% yoy no 1T 2017.

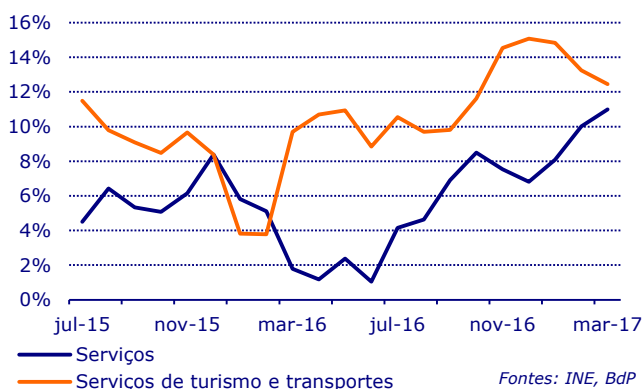
### Exportações de bens em valor

(taxa de variação homóloga acumulada)



### Exportações de serviços

(variação homóloga acumulada)



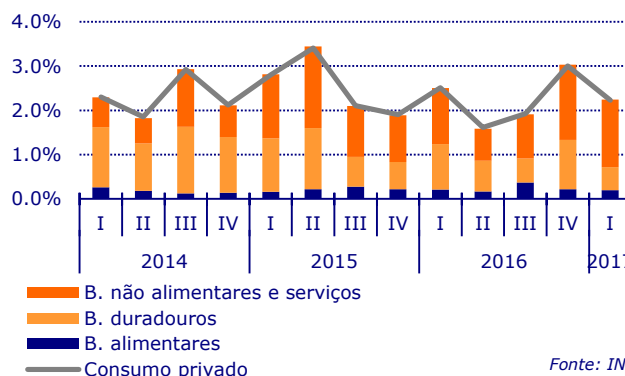
## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – CRESCIMENTO DO PIB CONFIRMADO EM 2.8% YOY NO 1T (cont.)

Olhando para os dados em preços correntes, as exportações representaram 43.2% do PIB trimestral, uma percentagem que tem vindo a aumentar gradualmente na maior parte dos últimos anos, desde um mínimo de 26.2% no 1T 2009: a excepção foi o período de ligeira quebra entre a segunda metade de 2015 e a primeira metade de 2016, que se deveu muito provavelmente à quebra dos preços petrolíferos. Em particular, as exportações de bens em volume aumentaram 53.5% desde o 1T 2009 (60.1% em valor), enquanto as exportações de serviços aumentaram 50.1% em volume (66.3% em valor). **As importações, por outro lado, aumentaram também de maneira significativa, muito devido a uma parte importante de conteúdo importado no investimento nacional, estando estas a aumentar 8.0% yoy (7.7% no trimestre anterior).** Estes números traduzem-se num saldo positivo da balança de bens e serviços, de 1.2% do PIB, e numa média-móvel de 4 trimestres desse mesmo saldo de 1.1%, ligeiramente abaixo a média correspondente ao trimestre anterior (1.2%).

## Consumo privado e componentes

(%; contributos para o crescimento homólogo em p.p.)

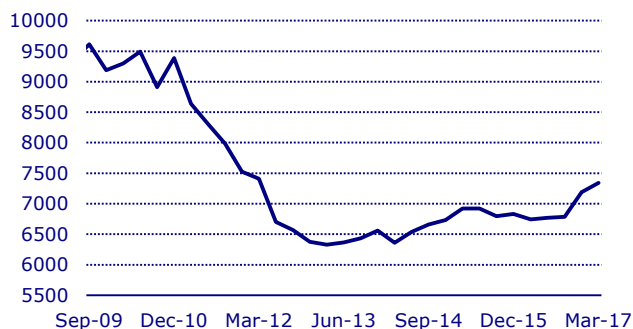


Fonte: INE

**A procura interna contribuiu com 2.3 p.p. para o crescimento homólogo (2.6 p.p. no 4T 2016).** O consumo desacelerou para 2.2% yoy, de 3.0% - em cadeia, o consumo revelou um desempenho semelhante, aumentando 0.8% (1.1% nos 3 meses anteriores). O desempenho das diferentes componentes aponta para uma composição mais saudável do crescimento do consumo: o consumo de bens duradouros aumentou 5.4% yoy (12.5% no T4 2016), contribuindo com 0.52 p.p. para a expansão do consumo privado, bem abaixo da contribuição média dos últimos anos (0.94 p.p. desde o 2º semestre de 2013); o consumo de bens alimentares e de outros serviços e bens não duradouros crescem ambos a um ritmo moderado (respectivamente, a taxas homólogas de 1.1% e 2.1%), não levantando questões sobre a sustentabilidade dos gastos de consumo. **Além disso, poderá eventualmente permitir uma melhoria na taxa de poupança, que se encontra ainda em níveis historicamente baixos.**

## Investimento

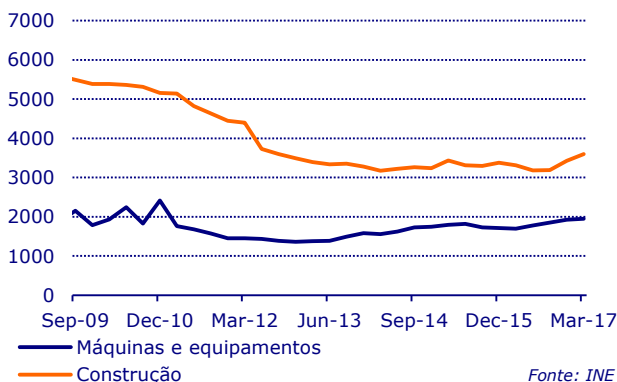
(EUR milhões)



Fonte: INE

## Investimento em máquinas e construção

(EUR milhões)



Fonte: INE

**Mais importante ainda, o investimento acelerou para 8.9% yoy (o ritmo de crescimento mais elevado desde o final de 1998), confirmando assim a trajectória de melhoria que tinha sido iniciada no final de 2016, e revelada já por vários indicadores de alta frequência.** O investimento em máquinas e equipamento cresceu 15.0% (taxa mais alta desde T3 2010), enquanto a construção registou o aumento mais significativo dos últimos 15 anos. Porém, este crescimento da construção não é sinónimo de um regresso em pleno vigor deste sector; é bom notar que o investimento em construção teve uma quebra muito significativa depois da crise financeira – este aumento deixa o investimento no trimestre ainda abaixo dos EUR 4 mil milhões, quando o normal antes de 2008 para o investimento em cada trimestre se situava bem acima dos EUR 6 mil milhões. Finalmente, há que notar que houve uma diminuição dos inventários, que retirou 0.7 p.p. ao crescimento trimestral, e que deverá ser um factor de suporte para o investimento no próximo trimestre.

**PORTUGAL – CRESCIMENTO DO PIB CONFIRMADO EM 2.8% YOY NO 1T (cont.)**

Em 2017, prevemos que a expansão do PIB fique claramente acima dos 2%, beneficiando em parte dos efeitos de base bastante favoráveis em várias componentes da procura agregada. Mais ainda, para além da influência positiva da evolução cíclica, numa fase mais benéfica neste momento, consideramos que há efeitos estruturais a suportar esta dinâmica algo mais sólida da economia portuguesa. Porém, em 2018, permanecemos algo cautelosos: não parecem estar garantidas ainda as condições para um ritmo de expansão consistente acima dos 2%, tendo em conta alguns factores negativos, como, por exemplo, o elevado endividamento da economia portuguesa, em particular do Estado e das empresas (o que é particularmente prejudicial para o investimento empresarial, uma parte fundamental de uma retoma mais sustentada); há ainda a relevar o início do processo de *tapering* por parte do BCE no próximo ano, que deverá elevar a incerteza, ainda que não esteja em questão, de maneira mais estrutural, o financiamento do Estado e a consolidação das contas públicas.

**Portugal - Previsões BPI**

|                                        | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------------------------------|------|------|------|
| Consumo privado                        | 2.3  | 2.1  | 1.6  |
| Consumo público                        | 0.5  | 0.2  | 0.5  |
| Formação Bruta de Capital              | -0.6 | 4.0  | 4.4  |
| Exportações                            | 4.4  | 7.8  | 3.1  |
| Importações                            | 4.5  | 6.3  | 3.2  |
| PIB                                    | 1.4  | 2.5  | 1.8  |
| Défice Orçamental (PDE)*               | 2.0  | 1.6  | 1.8  |
| Déf. orçam. s/ medidas extraordinárias | 2.5  | 2.5  | 2.5  |
| Taxa de inflação média                 | 0.6  | 1.7  | 1.6  |
| Taxa média de desemprego               | 11.1 | 9.5  | 8.7  |

*Nota: \*em 2017 exclui impactos eventuais decorrentes da operação de recapitalização da CGD*

## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – INFLAÇÃO

□ Em Abril, a taxa de inflação homóloga situou-se em 2.0%, 0.6 pontos percentuais acima do nível de Março, 1.1 p.p. acima do nível de Dezembro de 2016. No mesmo sentido, assistiu-se à aceleração da inflação subjacente, que exclui os bens mais voláteis – alimentação e combustíveis – para 1.7% em Abril, mais 1.1 pontos percentuais do que no mês anterior. Ainda que tal para já possa não ser indicativo de um movimento consolidado de aceleração do ritmo de crescimento dos preços, na medida em que reflectirá efeitos sazonais que terão provocado um pico na actividade turística na Páscoa, que este ano foi celebrada em Abril (Março em 2016), será importante acompanhar o seu comportamento futuro, tendo em conta o forte incremento da actividade no sector do turismo e que se poderá traduzir numa subida gradual dos preços.

O cruzamento da evolução dos preços dos agregados especiais e a análise mais fina recolhida sugere que a evolução dos preços naquele mês que reflectem efeitos relacionados com a actividade turística foram os que mais contribuíram para o movimento de subida da inflação.

## IPC tipo de Bens

|                                                     | Prod. aliment.<br>e bebidas n/<br>alcoólicas | Bebidas<br>alcoólicas e<br>tabaco | Vest. e<br>calçado | Habit., água, eletri-<br>cidade, gás e outros<br>combust. | Aces. p/lar, equip.<br>domést. e manut. cor-<br>rente da habit.o | Saúde | Trans-<br>portes | Comuni-<br>cações | Lazer,<br>recreação<br>e cult. | Edu-<br>cação | Rest.<br>e<br>hotéis | Bens e<br>serv. div. |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------|--------------------|-----------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-------|------------------|-------------------|--------------------------------|---------------|----------------------|----------------------|
| Taxa de variação homóloga do IPC (%)                |                                              |                                   |                    |                                                           |                                                                  |       |                  |                   |                                |               |                      |                      |
| jan-16                                              | 0.2                                          | 4.4                               | 0.2                | -0.1                                                      | 0.8                                                              | 0.0   | 0.0              | 5.3               | 1.0                            | 0.9           | 0.6                  | 1.6                  |
| fev-16                                              | -0.6                                         | 4.1                               | -0.2               | 0.6                                                       | 1.1                                                              | -0.2  | -1.3             | 4.0               | 1.9                            | 0.9           | 0.2                  | 1.1                  |
| mar-16                                              | -0.7                                         | 4.4                               | 0.0                | 0.6                                                       | 1.2                                                              | -0.2  | -1.4             | 3.3               | 1.3                            | 0.9           | 1.8                  | 0.9                  |
| abr-16                                              | 0.1                                          | 2.4                               | 0.0                | 0.7                                                       | 0.9                                                              | -0.9  | -0.9             | 3.0               | 0.7                            | 0.9           | 2.0                  | 0.4                  |
| mai-16                                              | -0.1                                         | 2.3                               | -0.8               | 0.7                                                       | 0.7                                                              | -1.0  | -1.3             | 2.8               | 0.9                            | 0.9           | 2.2                  | 0.5                  |
| jun-16                                              | 1.0                                          | 1.9                               | -0.9               | 0.7                                                       | 0.6                                                              | -0.9  | -1.5             | 1.8               | 0.9                            | 0.9           | 2.6                  | 0.7                  |
| jul-16                                              | 1.7                                          | 1.8                               | 1.3                | 0.1                                                       | 0.4                                                              | -0.7  | -2.1             | 1.7               | 0.4                            | 0.9           | 2.6                  | 0.6                  |
| ago-16                                              | 1.8                                          | 2.2                               | 0.8                | 0.3                                                       | 0.0                                                              | -0.8  | -1.3             | 1.6               | -0.3                           | 0.9           | 3.3                  | 0.4                  |
| set-16                                              | 1.0                                          | 1.7                               | -0.8               | -0.1                                                      | -0.3                                                             | -0.6  | -0.3             | 2.5               | 0.8                            | 0.9           | 3.4                  | 0.4                  |
| out-16                                              | 0.5                                          | 2.2                               | -1.4               | 0.2                                                       | 0.0                                                              | -0.6  | 0.9              | 3.1               | 2.6                            | 0.8           | 4.2                  | 0.1                  |
| nov-16                                              | 0.5                                          | 2.1                               | -1.4               | 0.3                                                       | 0.0                                                              | -0.6  | 0.7              | 4.1               | 1.2                            | 0.8           | 1.8                  | 0.0                  |
| dez-16                                              | 0.6                                          | 2.3                               | -0.9               | 0.6                                                       | -0.4                                                             | -0.8  | 1.9              | 5.2               | 0.9                            | 0.8           | 1.9                  | 0.4                  |
| jan-17                                              | 1.3                                          | 2.4                               | -0.7               | 0.5                                                       | -0.2                                                             | -0.5  | 5.4              | 2.5               | 1.4                            | 0.9           | 1.6                  | -0.1                 |
| fev-17                                              | 2.4                                          | 2.6                               | -1.8               | 0.1                                                       | -0.2                                                             | -0.3  | 5.9              | 1.9               | 0.8                            | 0.9           | 1.9                  | 0.4                  |
| mar-17                                              | 2.7                                          | 3.7                               | -1.7               | 0.3                                                       | -0.8                                                             | -0.3  | 3.1              | 2.4               | 1.0                            | 0.9           | 2.0                  | 0.3                  |
| abr-17                                              | 2.0                                          | 3.3                               | -2.0               | 0.2                                                       | -0.5                                                             | 0.7   | 4.6              | 3.1               | 2.7                            | 0.9           | 5.7                  | 0.4                  |
| Var. mensal                                         | -0.7                                         | -0.4                              | -0.3               | -0.2                                                      | 0.3                                                              | 1.0   | 1.5              | 0.6               | 1.7                            | 0.0           | 3.7                  | 0.1                  |
| Var. ytd                                            | 1.4                                          | 1.0                               | -1.1               | -0.5                                                      | -0.2                                                             | 1.6   | 2.7              | -2.1              | 1.8                            | 0.0           | 3.9                  | 0.0                  |
| Var. per.<br>homol.                                 | 1.9                                          | 0.9                               | -2.1               | -0.5                                                      | -1.4                                                             | 1.7   | 5.5              | 0.1               | 2.0                            | -0.1          | 3.7                  | 0.0                  |
| Contributos para a taxa de variação homóloga (p.p.) |                                              |                                   |                    |                                                           |                                                                  |       |                  |                   |                                |               |                      |                      |
| jan-16                                              | 0.0                                          | 0.2                               | 0.0                | 0.0                                                       | 0.1                                                              | 0.0   | 0.0              | 0.2               | 0.1                            | 0.0           | 0.0                  | 0.2                  |
| fev-16                                              | -0.1                                         | 0.2                               | 0.0                | 0.1                                                       | 0.1                                                              | 0.0   | -0.2             | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.0                  | 0.1                  |
| mar-16                                              | -0.2                                         | 0.2                               | 0.0                | 0.1                                                       | 0.1                                                              | 0.0   | -0.2             | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.1                  | 0.1                  |
| abr-16                                              | 0.0                                          | 0.1                               | 0.0                | 0.1                                                       | 0.1                                                              | -0.1  | -0.1             | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.0                  |
| mai-16                                              | 0.0                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.1                                                       | 0.0                                                              | -0.1  | -0.2             | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.1                  |
| jun-16                                              | 0.2                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.1                                                       | 0.0                                                              | -0.1  | -0.2             | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.1                  |
| jul-16                                              | 0.4                                          | 0.1                               | 0.1                | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | -0.3             | 0.1               | 0.0                            | 0.0           | 0.2                  | 0.1                  |
| ago-16                                              | 0.4                                          | 0.1                               | 0.1                | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | -0.2             | 0.1               | 0.0                            | 0.0           | 0.3                  | 0.0                  |
| set-16                                              | 0.2                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.0              | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.3                  | 0.0                  |
| out-16                                              | 0.1                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.1              | 0.1               | 0.2                            | 0.0           | 0.3                  | 0.0                  |
| nov-16                                              | 0.1                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.1              | 0.2               | 0.1                            | 0.0           | 0.1                  | 0.0                  |
| dez-16                                              | 0.1                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.1                                                       | 0.0                                                              | -0.1  | 0.3              | 0.2               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.0                  |
| jan-17                                              | 0.3                                          | 0.1                               | 0.0                | 0.1                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.8              | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.1                  | 0.0                  |
| fev-17                                              | 0.5                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.8              | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.0                  |
| mar-17                                              | 0.6                                          | 0.2                               | -0.1               | 0.0                                                       | -0.1                                                             | 0.0   | 0.4              | 0.1               | 0.1                            | 0.0           | 0.2                  | 0.0                  |
| abr-17                                              | 0.4                                          | 0.1                               | -0.1               | 0.0                                                       | 0.0                                                              | 0.0   | 0.6              | 0.1               | 0.2                            | 0.0           | 0.5                  | 0.0                  |

Fonte: INE, calc. BPI

1. Começando pela análise mais fina com base na informação relativa ao IPC Consumo individual por objectivo salientam-se os seguintes aspectos:

1.1. Os transportes contribuíram com 0.6 pontos percentuais para a variação homóloga do IPC global, tendo essa classe registado uma variação homóloga de 4.6%.

1.1.1. Os serviços de transportes (maioritariamente serviços de transportes de passageiros) são os que maior variação registaram: 11.9% yoy. De realçar o facto de os serviços de transporte aéreos terem aumentado 34.3% no período.

1.1.2. Os preços relativos à utilização de equipamento de transporte pessoal aumentaram 4.8%, destacando-se aqui a sub-classe combustíveis e lubrificantes para equipamento para transporte pessoal, que aumentaram 9.3%.

1.2. A segunda classe que mais contribuiu para a subida dos preços em Abril foi a de restaurantes e hotéis, cujos preços aumentaram 5.7% yoy, contribuindo com 0.5 pontos percentuais para a variação do índice global.

1.2.1. Destaca-se a sub-classe serviços de alojamento, que no mês em análise aumentaram 23.7%.

1.3. Os produtos alimentares e bebidas não alcoólicas foi a terceira classe com maior contributo para a variação do IPC – 0.4 pontos percentuais – o que se relaciona principalmente por esta ser a classe com maior peso no índice

**PORTUGAL – INFLAÇÃO (cont.)**

global: 20.4%, pois a sua variação homóloga foi de 1.97%. De referir nesta classe o efeito da subida do Imposto sobre o Álcool e as Bebidas Alcoólicas desde o início de Fevereiro e que se tem vindo a reflectir em variações homólogas superiores a 10% desde aquele mês. Em Abril, o aumento da sub-classe que inclui os refrigerantes foi de 11%.

1.4. Por último, refere-se o contributo de 0.2 pontos percentuais da classe de Lazer, recreação e cultura, cujos preços aumentaram 2.7%, destacando-se o aumento de 30.8% nos preços das férias organizadas.

2. Tendo por base a análise dos agregados especiais verifica-se que o ritmo de expansão dos preços dos bens energéticos teve um contributo considerável para a evolução da inflação global desde os últimos meses de 2016, mas que esse contributo tem vindo a diminuir, reflectindo a diluição do efeito da subida do preço do petróleo no comportamento dos preços dos produtos energéticos. De notar que a correlação existente entre a evolução do índice de preços dos produtos energéticos e do *Brent* é superior a 70%. Paralelamente, observa-se que a contribuição do índice subjacente, que exclui preços dos bens alimentares e energéticos, aumentou consideravelmente em Abril, indicando que o principal contributo para aceleração dos preços no último mês reflecte um aumento dos preços que ordinariamente registam comportamentos menos voláteis. **Ainda que tal para já possa não ser indicativo de um movimento consolidado de aceleração do ritmo de crescimento dos preços, na medida em que reflectirá efeitos sazonais que terão provocado um pico na actividade turística na Páscoa, que este ano foi celebrada em Abril (Março em 2016), será importante acompanhar o seu comportamento futuro, tendo em conta o forte incremento observado no sector do turismo nacional e que se poderá traduzir numa subida gradual dos preços.**

**Índice de Preços no Consumidor - Agregados especiais**

|                                                     | Total      | Total excepto habitação | Total excepto prod. alimentares n/transformados e prod. energéticos | Total excepto prod. alimentares n/transformados | Total excepto prod. energéticos | Prod. alimentares n/transformados | Prod. energéticos |
|-----------------------------------------------------|------------|-------------------------|---------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-------------------|
| Taxa de variação homóloga do IPC (%)                |            |                         |                                                                     |                                                 |                                 |                                   |                   |
| jan-16                                              | 0.8        | 0.8                     | 1.0                                                                 | 0.8                                             | 1.0                             | 1.0                               | -1.3              |
| fev-16                                              | 0.4        | 0.3                     | 0.9                                                                 | 0.5                                             | 0.8                             | -0.1                              | -3.9              |
| mar-16                                              | 0.5        | 0.4                     | 1.0                                                                 | 0.6                                             | 0.8                             | -0.4                              | -3.4              |
| abr-16                                              | 0.5        | 0.4                     | 0.8                                                                 | 0.4                                             | 0.8                             | 1.2                               | -3.0              |
| mai-16                                              | 0.3        | 0.3                     | 0.8                                                                 | 0.3                                             | 0.8                             | 0.7                               | -4.2              |
| jun-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.7                                                                 | 0.3                                             | 0.9                             | 2.3                               | -3.3              |
| jul-16                                              | 0.6        | 0.6                     | 0.8                                                                 | 0.3                                             | 1.1                             | 3.3                               | -4.3              |
| ago-16                                              | 0.7        | 0.7                     | 0.6                                                                 | 0.3                                             | 1.1                             | 4.1                               | -2.7              |
| set-16                                              | 0.6        | 0.6                     | 0.5                                                                 | 0.4                                             | 0.8                             | 2.4                               | -0.8              |
| out-16                                              | 0.9        | 0.8                     | 0.7                                                                 | 0.8                                             | 0.9                             | 1.9                               | 1.0               |
| nov-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.5                                                                 | 0.5                                             | 0.6                             | 1.5                               | 0.6               |
| dez-16                                              | 0.9        | 0.8                     | 0.5                                                                 | 0.8                                             | 0.6                             | 1.2                               | 4.0               |
| jan-17                                              | 1.3        | 1.3                     | 0.5                                                                 | 1.2                                             | 0.8                             | 2.8                               | 7.4               |
| fev-17                                              | 1.6        | 1.6                     | 0.6                                                                 | 1.3                                             | 1.0                             | 3.9                               | 7.8               |
| mar-17                                              | 1.4        | 1.4                     | 0.7                                                                 | 1.0                                             | 1.1                             | 4.2                               | 4.7               |
| abr-17                                              | 2.0        | 2.0                     | 1.7                                                                 | 1.9                                             | 1.8                             | 2.8                               | 3.5               |
| <b>Var. mensal</b>                                  | <b>0.6</b> | <b>0.7</b>              | <b>1.1</b>                                                          | <b>0.9</b>                                      | <b>0.8</b>                      | <b>-1.4</b>                       | <b>-1.3</b>       |
| <b>Var. ytd</b>                                     | <b>1.1</b> | <b>1.2</b>              | <b>1.2</b>                                                          | <b>1.0</b>                                      | <b>1.2</b>                      | <b>1.6</b>                        | <b>-0.5</b>       |
| <b>Var. per. homol.</b>                             | <b>1.5</b> | <b>1.6</b>              | <b>1.0</b>                                                          | <b>1.5</b>                                      | <b>1.0</b>                      | <b>1.6</b>                        | <b>6.5</b>        |
| Contributos para a taxa de variação homóloga (p.p.) |            |                         |                                                                     |                                                 |                                 |                                   |                   |
| jan-16                                              | 0.8        | 0.7                     | 0.8                                                                 | 0.7                                             | 0.9                             | 0.1                               | -0.1              |
| fev-16                                              | 0.4        | 0.3                     | 0.8                                                                 | 0.4                                             | 0.7                             | 0.0                               | -0.3              |
| mar-16                                              | 0.5        | 0.4                     | 0.8                                                                 | 0.5                                             | 0.8                             | 0.0                               | -0.3              |
| abr-16                                              | 0.5        | 0.4                     | 0.6                                                                 | 0.3                                             | 0.7                             | 0.1                               | -0.2              |
| mai-16                                              | 0.3        | 0.2                     | 0.6                                                                 | 0.3                                             | 0.7                             | 0.1                               | -0.3              |
| jun-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.6                                                                 | 0.3                                             | 0.8                             | 0.2                               | -0.3              |
| jul-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.6                                                                 | 0.2                                             | 1.0                             | 0.4                               | -0.4              |
| ago-16                                              | 0.7        | 0.6                     | 0.5                                                                 | 0.3                                             | 1.0                             | 0.4                               | -0.2              |
| set-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.4                                                                 | 0.4                                             | 0.7                             | 0.3                               | -0.1              |
| out-16                                              | 0.9        | 0.8                     | 0.6                                                                 | 0.7                                             | 0.8                             | 0.2                               | 0.1               |
| nov-16                                              | 0.6        | 0.5                     | 0.4                                                                 | 0.4                                             | 0.5                             | 0.2                               | 0.1               |
| dez-16                                              | 0.9        | 0.7                     | 0.4                                                                 | 0.7                                             | 0.6                             | 0.1                               | 0.3               |
| jan-17                                              | 1.3        | 1.2                     | 0.4                                                                 | 1.0                                             | 0.7                             | 0.3                               | 0.6               |
| fev-17                                              | 1.6        | 1.4                     | 0.5                                                                 | 1.1                                             | 0.9                             | 0.4                               | 0.6               |
| mar-17                                              | 1.4        | 1.2                     | 0.5                                                                 | 0.9                                             | 1.0                             | 0.4                               | 0.4               |
| abr-17                                              | 2.0        | 1.8                     | 1.4                                                                 | 1.7                                             | 1.7                             | 0.3                               | 0.3               |

Fonte: INE, calc. BPI

## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL – INFLAÇÃO (cont.)

3. As nossas expectativas para a evolução da taxa de inflação são que esta apresenta um movimento de aceleração, beneficiando da melhoria da actividade económica, mas esta deverá revelar-se contida no médio prazo, na medida em que continuam ausentes importantes factores que justificariam movimentos mais acentuados dos preços. Internamente, o facto de o mercado de trabalho continuar débil, limita o potencial de crescimento dos salários e respectivos efeitos de segunda ordem na formação dos preços; e externamente, a perspectiva de que o preço do petróleo manter-se-á num intervalo entre os 55-60 dólares até 2019, contribuindo para que os preços dos inputs evoluam favoravelmente, não pressionando em alta o comportamento dos preços finais. Adicionalmente, o fortalecimento do euro face ao dólar, compensará, pelo menos parcialmente aumentos nos preços das matérias-primas.

## Previsões para a taxa de inflação média anual

|                         | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Taxa de inflação global | 0.61% | 0.61% | 1.58% | 1.82% |
| Taxa de inflação core   | 0.74% | 1.73% | 1.55% | 1.87% |

Fonte: INE, Bloomberg, calc. BPI

a perspectiva de que o preço do petróleo manter-se-á num intervalo entre os 55-60 dólares até 2019, contribuindo para que os preços dos inputs evoluam favoravelmente, não pressionando em alta o comportamento dos preços finais. Adicionalmente, o fortalecimento do euro face ao dólar, compensará, pelo menos parcialmente aumentos nos preços das matérias-primas.

4. As projecções para a taxa de inflação foram obtidas através de um modelo ARDL (*Auto Regressive Distributed Lag*):

O modelo toma como variável dependente a variação em cadeia do IPC e a variação em cadeia do preço do petróleo como regressor dinâmico. Foram utilizados dados mensais desde 2002 (182 observações) com a selecção do modelo a ser feita através do critério de Schwarz. Foram ainda estimados desvios padrão HAC, assegurando a robustez do modelo.

Dependent Variable: DIPC

Method: ARDL

Date: 05/31/17 Time: 16:32

Sample (adjusted): 2002M03 2017M04

Included observations: 182 after adjustments

Maximum dependent lags: 12 (Automatic selection)

Model selection method: Schwarz criterion (SIC)

Dynamic regressors (12 lags, automatic): DBRENT

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 156

Selected Model: ARDL(1, 1)

Note: final equation sample is larger than selection sample

HAC standard errors & covariance (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth = 5.0000)

| Variable           | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.*   |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|----------|
| DIPC(-1)           | 0.109703    | 0.063502              | 1.727551    | 0.0858   |
| DBRENT             | 0.087081    | 0.013206              | 6.594249    | 0.0000   |
| DBRENT(-1)         | 0.067894    | 0.012647              | 5.368392    | 0.0000   |
| C                  | 0.177658    | 0.075569              | 2.350936    | 0.0198   |
| R-squared          | 0.524559    | Mean dependent var    |             | 0.334206 |
| Adjusted R-squared | 0.516546    | S.D. dependent var    |             | 1.492904 |
| S.E. of regression | 1.038029    | Akaike info criterion |             | 2.934258 |
| Sum squared resid  | 191.7958    | Schwarz criterion     |             | 3.004676 |
| Log likelihood     | -263.0175   | Hannan-Quinn criter   |             | 2.962804 |
| F-statistic        | 65.46302    | Durbin-Watson stat    |             | 1.974822 |
| Prob(F-statistic)  | 0.000000    |                       |             |          |

\*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

## PORTUGAL - COMÉRCIO EXTERNO DE BENS NO 1T

### □ Exportações de bens mantêm comportamento muito positivo no 1T de 2017

Em Março, o défice comercial melhorou em comparação com o mesmo mês de 2016. Considerando a informação disponibilizada para a totalidade do primeiro trimestre deste ano, quer as exportações, quer as importações de bens aumentaram em termos homólogos, com o défice comercial a deteriorar neste período; no entanto, se excluirmos os combustíveis, o défice registou uma redução. Ainda que se tenha registado uma diminuição do saldo da balança de bens, esta evolução pode ser entendida como um sinal positivo da economia portuguesa; de facto, o incremento das importações de bens industriais e de capital, assim como de material de transporte, pode ser visto como um sinal favorável da evolução do investimento, dada a elevada componente importada que caracteriza o investimento português. De realçar o comportamento muito positivo das exportações, mesmo excluindo efeitos de base favoráveis (relacionados com o encerramento da refinaria de Sines no 1T16); sem combustíveis, as exportações aumentaram 14.1% y/y.

Em Março deste ano, as exportações de bens aumentaram em 23.9% y/y, enquanto as importações cresceram 14.6% y/y. Relativamente ao comércio com países não pertencentes à União Europeia, as exportações aumentaram 36.2% y/y e as importações 12.6% y/y; no caso do comércio Intra-UE, as exportações aumentaram quase 20% y/y, enquanto as importações expandiram em 15.1% y/y. **Excluindo os combustíveis, as exportações totais cresceram 21.1%, enquanto as importações cresceram 14.6% y/y.** Considerando esta informação, **o défice comercial estabeleceu-se em EUR 821 milhões, o que compara favoravelmente com Março do ano anterior (EUR -1,062 milhões);** no entanto, é importante considerar os efeitos calendário, dado o facto de a celebração da Páscoa em 2016 ter ocorrido em Março. Ao mesmo tempo, o INE chama à atenção para o facto de o mês de Março este ano ter mais um dia útil do que em 2016. **Excluindo combustíveis, em Março de 2017 o saldo comercial melhorou em EUR 154 milhões em comparação com o mesmo mês do ano anterior, para um total de EUR -602 milhões.** Considerando os principais parceiros comerciais, as exportações para Espanha, EUA, França e Alemanha aumentaram em 16.3% y/y, 64.7% y/y, 19.0% y/y e 22.3% y/y, respectivamente, enquanto o destaque no caso das importações vai para Espanha, Alemanha e Rússia, com crescimentos de 13.9% y/y, 22.0% y/y e 252.9% y/y, respectivamente.

No primeiro trimestre de 2017, as exportações de produtos portugueses aumentaram em 17.1% em comparação com igual período de 2016, enquanto as importações cresceram 15.3% no mesmo período de análise. No total, o défice comercial deteriorou de EUR 2.4 mil milhões no 1T de 2016 para EUR 2.6 mil milhões nos primeiros três meses deste ano. Excluindo combustíveis, o saldo comercial registou uma melhoria, passando de EUR -1.8 mil milhões no 1T16 para EUR -1.7 mil milhões no 1T17.

O desempenho das exportações beneficiou do aumento substancial para países fora da União Europeia. De facto, as exportações para estes países aumentaram mais de 33% y/y no 1T de 2017. As exportações para Angola expandiram 48.3% y/y, reflectindo uma melhoria face ao ano anterior, tendo em conta a crise económica e financeira que afectou o país especialmente durante o ano passado. Para os EUA, as exportações portuguesas melhoraram consideravelmente, aumentando o seu peso enquanto importante parceiro comercial (peso de 5.5% actualmente). Por fim, as exportações

### Principais destinos de exportações portuguesas ytd (Jan-Mar)

|                         | 2016          | Peso         | 2017          | Peso         | tvh          | contributo  |
|-------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
| 10 <sup>6</sup> euros   |               |              |               |              |              |             |
| Intra UE                | 9,269         | 77.6%        | 10,422        | 74.5%        | 12.4%        | 9.6%        |
| Espanha                 | 3,158         | 26.4%        | 3,624         | 25.9%        | 14.7%        | 3.9%        |
| Alemanha                | 1,426         | 11.9%        | 1,581         | 11.3%        | 10.9%        | 1.3%        |
| França                  | 1,599         | 13.4%        | 1,757         | 12.6%        | 9.9%         | 1.3%        |
| Reino Unido             | 873           | 7.3%         | 934           | 6.7%         | 6.9%         | 0.5%        |
| Holanda                 | 487           | 4.1%         | 546           | 3.9%         | 12.2%        | 0.5%        |
| Itália                  | 417           | 3.5%         | 511           | 3.6%         | 22.6%        | 0.8%        |
| Bélgica+Luxemburgo      | 352           | 2.9%         | 378           | 2.7%         | 7.6%         | 0.2%        |
| Outros Intra UE         | 958           | 8.0%         | 1,092         | 7.8%         | 13.9%        | 1.1%        |
| <b>Extra UE</b>         | <b>2,681</b>  | <b>22.4%</b> | <b>3,570</b>  | <b>25.5%</b> | <b>33.2%</b> | <b>7.4%</b> |
| EUA                     | 507           | 4.2%         | 769           | 5.5%         | 51.6%        | 2.2%        |
| Angola                  | 303           | 2.5%         | 449           | 3.2%         | <b>48.3%</b> | 1.2%        |
| China                   | 138           | 1.2%         | 207           | 1.5%         | 50.1%        | 0.6%        |
| Marrocos                | 164           | 1.4%         | 193           | 1.4%         | 17.6%        | 0.2%        |
| Brasil                  | 120           | 1.0%         | 174           | 1.2%         | 45.9%        | 0.5%        |
| Suíça                   | 125           | 1.0%         | 148           | 1.1%         | 18.3%        | 0.2%        |
| Turquia                 | 81            | 0.7%         | 89            | 0.6%         | 10.1%        | 0.1%        |
| Canadá                  | 78            | 0.7%         | 73            | 0.5%         | -6.6%        | 0.0%        |
| México                  | 45            | 0.4%         | 73            | 0.5%         | 60.7%        | 0.2%        |
| Gibraltar               | 26            | 0.2%         | 70            | 0.5%         | 166.0%       | 0.4%        |
| Argélia                 | 102           | 0.9%         | 68            | 0.5%         | -33.7%       | -0.3%       |
| Outros Extra EU         | 992           | 8.3%         | 1,257         | 9.0%         | 26.8%        | 2.2%        |
| <b>Total</b>            | <b>11,951</b> |              | <b>13,992</b> |              | <b>17.1%</b> |             |
| <b>Excluindo Angola</b> | <b>11,648</b> |              | <b>13,543</b> |              | <b>16.3%</b> |             |

Fonte: INE, calc. BPI

### Exportações de bens (Jan-Mar)

|                             | 2016          | Peso  | 2017          | Peso  | tvh          | contributo |
|-----------------------------|---------------|-------|---------------|-------|--------------|------------|
| 10 <sup>6</sup> euros       |               |       |               |       |              |            |
| Bens industriais            | 4,050         | 33.9% | 4,588         | 32.8% | 13.3%        | 4.5%       |
| Bens de consumo             | 2,583         | 21.6% | 2,858         | 20.4% | 10.7%        | 2.3%       |
| Material de transporte      | 1,956         | 16.4% | 2,244         | 16.0% | 14.7%        | 2.4%       |
| Bens de capital             | 1,599         | 13.4% | 1,862         | 13.3% | 16.4%        | 2.2%       |
| Combustíveis                | 592           | 5.0%  | 1,027         | 7.3%  | 73.5%        | 3.6%       |
| Alimentação e bebidas       | 1,161         | 9.7%  | 1,403         | 10.0% | 20.9%        | 2.0%       |
| Outros                      | 10            | 0.1%  | 11            | 0.1%  | 3.1%         | 0.0%       |
| <b>Total</b>                | <b>11,951</b> |       | <b>13,992</b> |       | <b>17.1%</b> |            |
| Excluindo combustíveis      | 11,358        | 95%   | 12,965        | 93%   | 14.1%        | 13.4%      |
| Var. y/y                    |               |       | 1,606         |       |              |            |
| Devido a Angola             |               |       | 146           |       |              |            |
| Devido a combustíveis       |               |       | 435           |       |              |            |
| Excluindo Angola e Combust. |               |       | 13.2%         |       |              |            |

Fonte: INE, calc. BPI

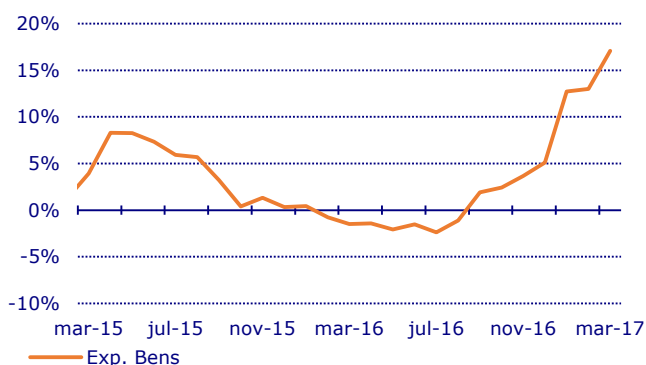
## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL - COMÉRCIO EXTERNO DE BENS NO 1T (cont.)

para a China também cresceram substancialmente, a reflectir, potencialmente, a recuperação dos preços das commodities nos mercados financeiros internacionais. No conjunto dos países pertencentes à União Europeia, Espanha manteve-se como o principal destino das exportações portuguesas (peso de 26% do total das exportações), com um crescimento de 14.7% y/y nos primeiros três meses de 2017. As exportações para os outros dois principais parceiros, Alemanha e França, aumentaram 10.9% y/y e 9.9% y/y, respectivamente; no caso do Reino Unido, as exportações portuguesas continuaram a revelar uma *performance* positiva, atenuando eventuais receios de que a relação comercial com este bloco económico fosse afectado pelo resultado do referendo britânico, que teve lugar no passado mês de Junho. Para o conjunto dos países pertencentes à União Europeia, as exportações portuguesas aumentaram 12.4% y/y nos primeiros três meses do ano. **O aumento das exportações registado para o primeiro trimestre do ano poderá ser visto como resultado da melhoria da procura mundial, especialmente no caso dos países europeus (como Espanha); este desempenho deverá ainda reflectir a retoma das exportações de combustíveis no 1T17 (+73.5% y/y), decorrente do efeito base favorável, considerando que, no primeiro trimestre de 2016, a refinaria de Sines esteve encerrada.**

## Exportações de bens em valor

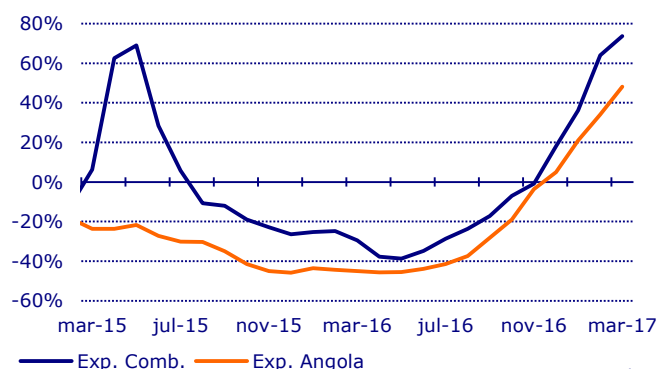
(variação homóloga da média-móvel a 3 meses)



Fontes: INE, BdP

## Exportações de bens em valor

(variação homóloga da média-móvel a 3 meses)



Fontes: INE, BdP

Analisando por produtos, as exportações de bens industriais registaram uma melhoria de 13.3% y/y no 1T de 2017, sendo o principal contribuinte para o crescimento das exportações neste período; em segundo lugar surgiram os combustíveis, com um aumento de 73.5% y/y, dado o cenário de manutenção da recuperação dos preços do petróleo, contribuindo com 3.6% do aumento das exportações. Excluindo combustíveis, o desempenho das vendas ao exterior foi menos favorável, **aumentando 14.1% y/y no 1T17.**

As importações de países fora da União Europeia aumentaram substancialmente, 25.3% y/y no 1T17, com a Ásia a ser o principal parceiro comercial, com um peso de 41% do total das importações Extra-UE. As importações vindas da China aumentaram 2% y/y no primeiro trimestre deste ano; Angola registou, por outro lado, uma queda substancial, -71.2% y/y. Em sentido contrário comportaram-se as importações com origem na Rússia, que expandiram consideravelmente, de EUR 54.8 milhões no 1T16 para EUR 508 milhões no 1T17, em linha com a importação de óleos brutos e Fuelóleo. As importações vindas da União Europeia expandiram 12.5% y/y nos primeiros três meses de 2017, com os principais contributos a virem de Espanha e Alemanha (3.7% e 2.5%, respectivamente).

As importações de combustíveis aumentaram substancialmente no 1T17, 55.4% y/y, reflectindo a recuperação dos preços do petróleo nos mercados internacionais, quando comparado com o período homólogo, quando os preços da *commodity* registaram níveis mínimos. As importações de petróleo têm origem, maioritariamente em países fora da União Europeia, 78%. Adicionalmente, as importações de bens de capital aumentaram 19.1% y/y, seguido pelos bens industriais (11.8% y/y) e material de transporte (11.7% y/y). **Esta evolução poderá ser vista como um sinal positivo, considerando a forte componente importada característica do investimento português; considerando esta informação, o aumento das importações e a deterioração do défice comercial poderá ser visto como um sinal de manutenção da dinâmica de crescimento da economia portuguesa nos próximos meses.**

## Importações de bens, ytd (Jan-Mar)

10<sup>6</sup> euros

|                        | 2016          | Peso  | 2017          | Peso  | tvh          | contributo |
|------------------------|---------------|-------|---------------|-------|--------------|------------|
| Bens industriais       | 4,378         | 30.4% | 4,897         | 29.5% | 11.8%        | 3.6%       |
| Bens de consumo        | 2,367         | 16.4% | 2,465         | 14.9% | 4.1%         | 0.7%       |
| Material de transporte | 2,376         | 16.5% | 2,654         | 16.0% | 11.7%        | 1.9%       |
| Bens de capital        | 2,148         | 14.9% | 2,558         | 15.4% | 19.1%        | 2.8%       |
| Combustíveis           | 1,244         | 8.6%  | 1,932         | 11.7% | 55.4%        | 4.8%       |
| Alimentação e bebidas  | 1,873         | 13.0% | 2,074         | 12.5% | 10.7%        | 1.4%       |
| Outros                 | 3             | 0.0%  | 5             | 0.0%  | 57.4%        | 0.0%       |
| <b>Total</b>           | <b>14,390</b> |       | <b>16,585</b> |       | <b>15.3%</b> |            |
| Excluindo combustíveis | 13,146        | 91%   | 14,653        | 88%   | 11.5%        | 10.5%      |

Fonte: INE, calc. BPI

## PORTUGAL – MERCADO DE TRABALHO COM DESEMPENHO SÓLIDO NO 1T

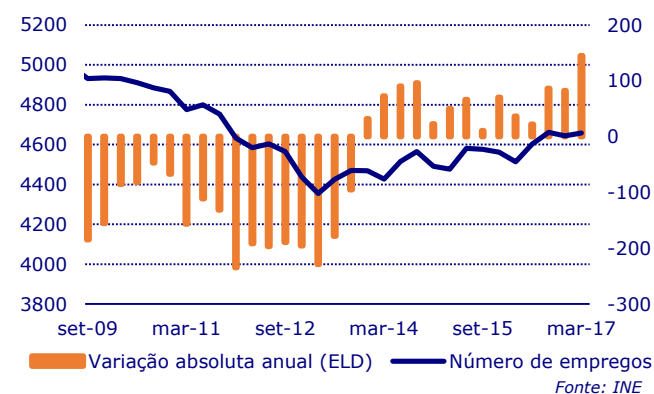
### □ Emprego cresceu ao ritmo mais rápido da série, em termos absolutos

Os números do mercado de trabalho dão conta de um desempenho bastante positivo e algo surpreendente: deu-se uma descida da taxa de desemprego no 1º trimestre, o que é pouco comum, tendo em conta os efeitos sazonais. O emprego cresceu ao ritmo mais rápido na série, em termos homólogos, principalmente devido aos contratos sem termo. O desemprego de longo-prazo e o número de desencorajados estão a diminuir, embora constituam ainda uma parte significativa das pessoas sem emprego. O emprego no sector primário cresceu pela primeira vez desde 2012; a melhoria no mercado de trabalho estendeu-se a todo o país, mas foi particularmente sólida na região do Alentejo.

Registaram-se 4.658 milhões de pessoas empregadas no 1º trimestre, um nível similar ao do Verão anterior, apesar dos efeitos sazonais, normalmente bastante mais negativos nesta altura do ano. A prova desse desempenho positivo está patente no aumento trimestral do emprego (+14.5 mil), o maior aumento trimestral num 1º trimestre desde 2001 (de facto, registou-se criação positiva de emprego apenas 5 vezes no 1º trimestre do ano, desde o início da série histórica em 1999). Em termos homólogos, esta foi a **maior variação de emprego na série (+144.8 mil)**. Ainda assim, o emprego encontra-se abaixo dos níveis de 2011.

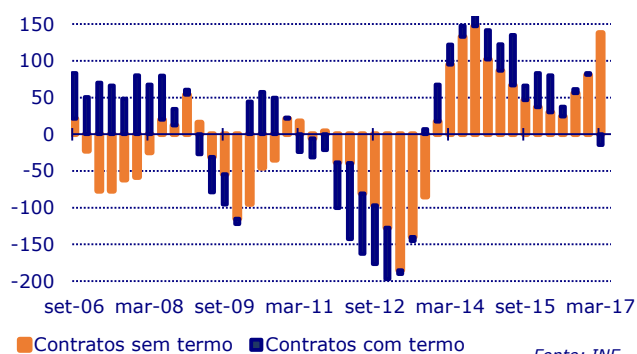
#### Emprego

(Milhares de indivíduos)



#### Emprego por tipo de contrato

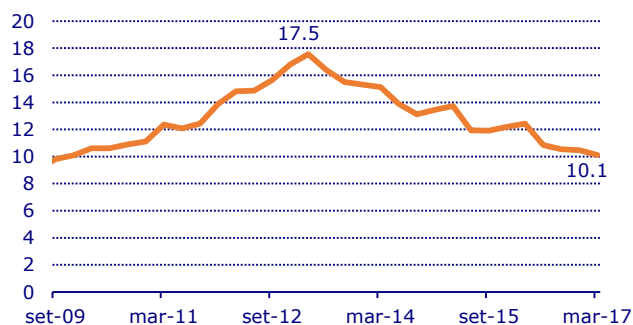
(Variação anual em milhares de indivíduos)



Por outro lado, o emprego em contratos sem termo encontra-se no seu nível mais elevado desde o 2T de 2006, num total de 3.036 milhões. Mais ainda, representa 65.2% de todo o emprego, o nível mais elevado da série. A fatia dos empregados sem termo em percentagem do emprego tem registado uma tendência de aumento desde o seu nível mais baixo no 3T 2013, 60.8%.

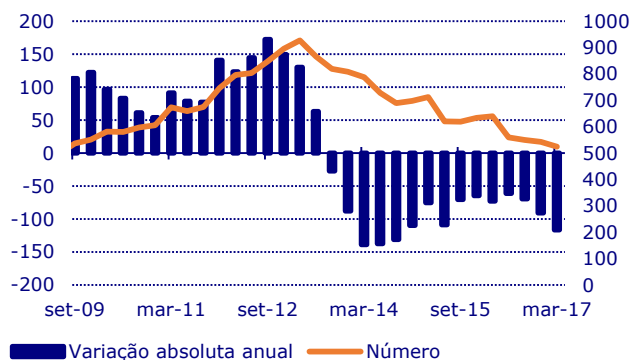
#### Taxa de desemprego

(% da população activa)



#### Desemprego

(Milhares de indivíduos)



Há ainda 523.9 mil desempregados, verificando-se uma diminuição homóloga de 116.3 mil pessoas. A taxa de desemprego fixou-se em 10.1%, -2.3 pontos percentuais (p.p.) do que no mesmo trimestre de 2016 (a menor desde o 4T 2009). A taxa de desemprego jovem fixou-se em 25.1%, o nível mais baixo desde o 4T 2010 (-5.9 p.p. yoy).

## TEMAS EM DESTAQUE

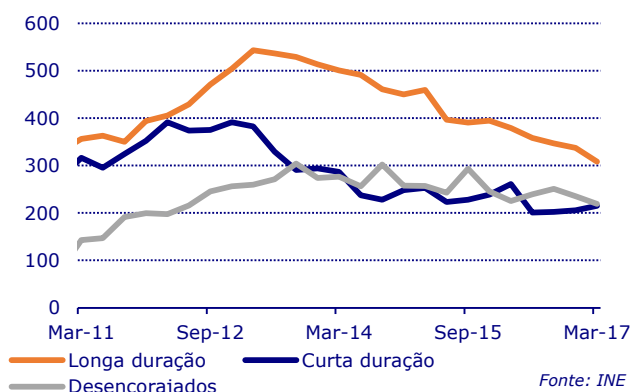
## PORTUGAL – MERCADO DE TRABALHO COM DESEMPENHO SÓLIDO NO 1T (cont.)

**Pode-se concluir que a criação de emprego foi maior do que a redução de desemprego, em termos homólogos.**

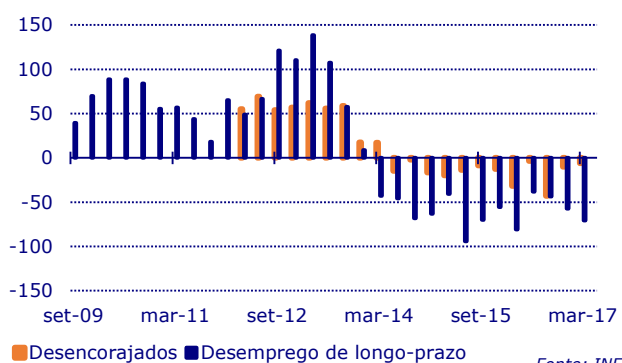
Este resultado parece advir principalmente de uma diminuição do número de pessoas na inactividade. Em especial, na faixa etária dos 45-54 anos, o aumento do emprego (+101.2 mil) não pode ser explicado somente pela diminuição do desemprego (-33.3 mil). Excluindo um efeito estatístico de larga escala relativo ao envelhecimento de uma geração específica (pouco provável dados os restantes números), o mais certo é que houve pessoas a entrar na população activa vindas da inactividade: o que se comprova numa diminuição de 46.6 mil pessoas inactivas e aumento de 66.5 mil pessoas na população activa, nesta mesma faixa etária.

**Desemprego e desencorajados**

(Milhares)

**Desemprego de longo-prazo e desencorajados**

(variação homóloga, milhares)

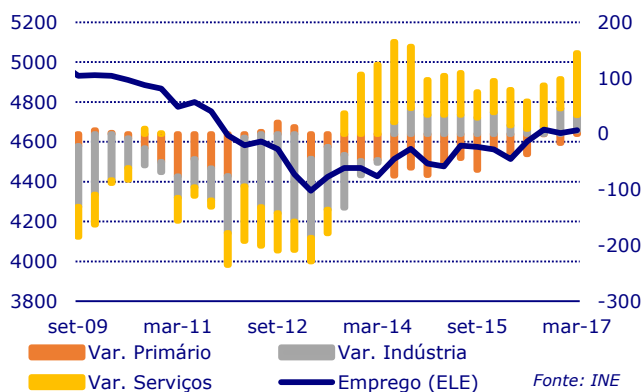


**Há um outro dado bastante positivo, no que toca aos tipos mais vulneráveis de desemprego e inactividade:** os desencorajados sofreram uma ligeira quebra homóloga de 6 mil pessoas, representando ainda 219.1 mil (mínimo desde o 2T 2012); por outro lado, o desemprego de longo-prazo continua a diminuir em termos homólogos – em particular, o número de desempregados há mais de 2 anos decresceu em 49 mil pessoas, um mínimo desde o 3T 2011, totalizando ainda um nível preocupante de 210.5 mil); no seu total, o desemprego de longo-prazo representa 58.9% do desemprego.

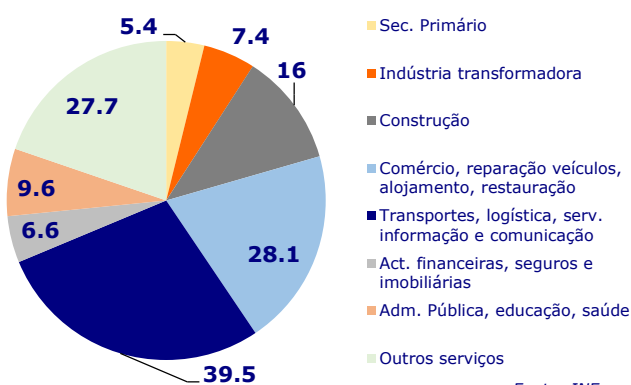
**Uma análise por sector revela boas notícias no sector primário** – o emprego subiu em 5.4 mil pessoas: apesar de ser um número relativamente pequeno, esta é a primeira criação líquida de emprego positiva no sector desde o 4T 2012 (na verdade, o sector tem perdido emprego na maior parte da última década, fruto da progressiva evolução tecnológica). No entanto, a maior contribuição para a criação de emprego veio do sector dos serviços, que acrescentou 111.5 mil novos postos de trabalho. É bom notar, além disso, que um olhar mais detalhado revela que a criação de emprego foi bastante diversificada entre actividades, com a excepção dos transportes e logística, e serviços de informação e comunicação, onde se verificou um aumento expressivo de 14.3% em termos homólogos.

**Taxa de desemprego**

(% da população activa)

**Criação homóloga de empregos no 1T 2017**

(Milhares de indivíduos)



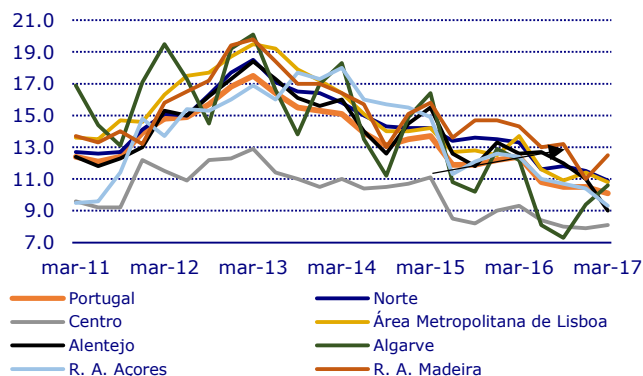
**PORTUGAL – MERCADO DE TRABALHO COM DESEMPENHO SÓLIDO NO 1T (cont.)****As estatísticas regionais mostraram uma quebra homóloga na taxa de desemprego em todas as regiões do país.**

A quebra mais significativa ocorreu no Alentejo, onde a taxa desceu 3.6 p.p. em comparação com o mesmo trimestre de 2016. A quebra foi igualmente mais elevada do que a média nos Açores (-3.1 p.p.), Área Metropolitana de Lisboa (-2.9 p.p.) e no Norte (-2.4 p.p.), sendo menor no Centro (-1.2 p.p.), Algarve (-1.6 p.p.) e Madeira (-1.8 p.p.). A evolução trimestral foi igualmente mais positiva no Alentejo (-2.0 p.p.), registando-se aumentos na taxa de desemprego apenas no Centro (+0.2 p.p.), Algarve (+1.2 p.p.) e Madeira (+1.5 p.p.), sendo que as últimas duas terão sido afectadas pelos efeitos sazonais da actividade turística. A taxa de desemprego mais baixa é a do Centro (8.1%), enquanto a mais elevada se verifica na Madeira (12.5%).

**Os dados mensais mais recentes mostram uma continuação da evolução positiva:** a taxa de desemprego ajustada de sazonalidade registou 9.8% em Abril. Apesar de não haver alteração face a Março, este é já o 14º mês consecutivo sem aumentos na taxa de desemprego. Trata-se de uma diminuição homóloga de 1.8 p.p., sinal de um comportamento robusto do mercado de trabalho ao entrar no 2º trimestre, ainda que menos impressionante do que nos 3 primeiros meses de 2016 (a taxa de desemprego registou em Fevereiro de 2017 a maior quebra homóloga desde Setembro de 2014).

**Desemprego por região**

(Milhares de indivíduos)



Fonte:INE

## TEMAS EM DESTAQUE

**PORTUGAL – EXECUÇÃO PIORA ATÉ ABRIL MAS MANTÉM-SE SOB CONTROLO**

## □ Execução orçamental até Abril semelhante a 2016: despesa e receita crescem menos que esperado

O défice orçamental piorou até Abril, devido a um crescimento mais rápido da despesa, face à evolução da receita. Parte da explicação reside na diminuição da receita fiscal, que por sua vez está a ser influenciada por uma execução mais antecipada dos reembolsos do IRS. Por outro lado, o desempenho positivo do mercado de trabalho está a dar suporte à execução orçamental, fazendo aumentar as contribuições para a segurança social e diminuir os fundos gastos em subsídios de desemprego (quando o oposto era esperado em cada uma das variáveis). Projectando as actuais taxas de variação das várias categorias de despesa e receita para o resto do ano, o défice ficaria à volta de 3% em contabilidade pública em 2017, o que resultaria num défice em contabilidade nacional (a variável avaliada por Bruxelas) de cerca de 2%, algo acima dos 1.5% previstos pelo Executivo.

A execução orçamental em contabilidade pública até Abril registou um agravamento do défice orçamental, em cerca de EUR 314 milhões, em comparação com o mesmo período de 2016. O défice ficou em EUR 1.931 mil milhões, o que compara com um défice de EUR 358 milhões nos primeiros três meses do ano (uma evolução relativamente normal dados os efeitos sazonais).

A receita está a crescer bastante abaixo das expectativas, subindo 0.2% yoy (previsão de 4.1% yoy no Orçamento de Estado). A receita corrente diminuiu 0.1% yoy, prejudicada por uma evolução bastante negativa das receitas fiscais (-3.2%): as receitas de impostos directos sofreram uma quebra de 6.7% yoy, enquanto os impostos indirectos renderam menos 0.8%. Por outro lado, as contribuições para a segurança social estão a aumentar 1.0%; a outra receita corrente está a subir 9.6%. Ao mesmo tempo, a receita de capital está a subir 11.7% yoy.

A despesa está igualmente a subir a um ritmo mais baixo do que o expectável, +1.4% yoy (previsão de 4.5% no OE17). Todos os tipos de despesa estão a subir, com a excepção das transferências correntes, onde se encontram os subsídios de desemprego, que estão a descer 2.9% yoy. A receita de capital está igualmente a aumentar, a uma taxa de 14.3% yoy. Apesar do défice orçamental, a larga fatia gasta em juros e comissões relativas à dívida resulta num saldo primário positivo, de EUR 983 milhões.

**Execução Orçamental Abril 2017 (Óptica de Caixa)**

|                                   | Valor          |                | % Variação   |             | OE17           | Projecção simples | Desvio implícito* |              |
|-----------------------------------|----------------|----------------|--------------|-------------|----------------|-------------------|-------------------|--------------|
|                                   | Abr-2016       | Abr-2017       | Efectiva     | OE17        | EUR milhões    | EUR milhões       | EUR milhões       | % PIB        |
| <b>Receita corrente</b>           | <b>22653.8</b> | <b>22637.7</b> | <b>-0.1%</b> | <b>3.1%</b> | <b>78572.9</b> | <b>75757.8</b>    | <b>-2815.2</b>    | <b>-1.5%</b> |
| Receita Fiscal                    | 13244.4        | 12826.1        | -3.2%        | 2.1%        | 46654.3        | 44071.6           | -2582.8           | -1.4%        |
| Impostos directos                 | 5302.0         | 4947.7         | -6.7%        | 2.0%        | 21461.0        | 19630.2           | -1830.8           | -1.0%        |
| Impostos indirectos               | 7942.4         | 7878.4         | -0.8%        | 2.2%        | 25193.3        | 24441.3           | -752.0            | -0.4%        |
| Contribuições de Segurança Social | 6110.7         | 6170.2         | 1.0%         | -0.6%       | 19369.3        | 19672.6           | 303.3             | 0.2%         |
| Outras receitas correntes         | 3273.2         | 3586.1         | 9.6%         | 14.4%       | 12542.1        | 12006.3           | -535.7            | -0.3%        |
| Receita de capital                | 474.1          | 529.5          | 11.7%        | 44.6%       | 2541.1         | 1961.9            | -579.2            | -0.3%        |
| Receita efectiva                  | 23127.9        | 23167.2        | 0.2%         | 4.1%        | 81114.0        | 77719.7           | -3394.3           | -1.8%        |
| <b>Despesa corrente</b>           | <b>23431.4</b> | <b>23597.5</b> | <b>0.7%</b>  | <b>3.0%</b> | <b>79474.0</b> | <b>77792.8</b>    | <b>-1681.2</b>    | <b>-0.9%</b> |
| Despesas com o pessoal            | 5974.6         | 6019.8         | 0.8%         | 0.9%        | 19797.6        | 19761.8           | -35.9             | 0.0%         |
| Aquisição de bens e serviços      | 3128.8         | 3324.1         | 6.2%         | 2.4%        | 12009.8        | 12456.2           | 446.4             | 0.2%         |
| Juros e outros encargos           | 2735.1         | 2913.7         | 6.5%         | 0.0%        | 8285.2         | 8825.3            | 540.1             | 0.3%         |
| Transferências correntes          | 11144.2        | 10817.9        | -2.9%        | 1.7%        | 36094.9        | 34450.5           | -1644.4           | -0.9%        |
| Subsídios                         | 222.6          | 228.1          | 2.5%         | 41.5%       | 1446.4         | 1047.4            | -399.0            | -0.2%        |
| Outras despesas correntes         | 223.3          | 284.9          | 27.6%        | 90.0%       | 1791.7         | 1203.3            | -588.4            | -0.3%        |
| Despesa de capital                | 1313.2         | 1500.4         | 14.3%        | 27.9%       | 6403.4         | 5831.4            | -572.0            | -0.3%        |
| Investimentos                     | 1056.8         | 1187.8         | 12.4%        | 26.9%       | 4987.5         | 4416.4            | -571.1            | -0.3%        |
| Transferências de capital         | 234.1          | 257.2          | 9.9%         | 12.7%       | 1061.8         | 1034.8            | -27.0             | 0.0%         |
| Outras despesas de capital        | 16.7           | 32.0           | 91.6%        | 70.9%       | 215.3          | 241.4             | 26.1              | 0.0%         |
| Despesa efectiva                  | 24744.6        | 25098.0        | 1.4%         | 4.5%        | 85877.4        | 83624.2           | -2253.2           | -1.2%        |
| <b>Saldo global</b>               | <b>-1616.6</b> | <b>-1930.8</b> | <b>19.4%</b> | <b>-</b>    | <b>-4763.4</b> | <b>-5904.5</b>    | <b>-1141.1</b>    | <b>-0.6%</b> |
| Despesa primária                  | 22009.4        | 22184.3        | 0.8%         | 5.0%        | 77592.2        | 74125.4           | -3466.8           | -1.8%        |
| Saldo primário                    | 1118.5         | 982.9          | -12.1%       | -           | 3521.8         | 2920.8            | -601.1            | -0.3%        |

Fontes: DGO, BPI calc.

Nota: \*Diferença entre a execução verificada e a prevista no OE2017, assumindo um perfil intra-anual semelhante das despesas e receitas ao do ano anterior; Previsões do PIB de acordo com OE17

**PORTUGAL – EXECUÇÃO PIORA ATÉ ABRIL MAS MANTÉM-SE SOB CONTROLO (cont.)**

**Projectando o desempenho actual das diferentes variáveis de despesa e receita até ao fim do ano, pode-se produzir uma primeira previsão, sendo esta bastante provisória ainda.** A receita total ficaria mais do que EUR 3 mil milhões abaixo do objectivo do Governo; por outro lado, a despesa seria também menos do que o esperado: um desvio superior a EUR 2 mil milhões; daqui resultaria um défice orçamental cerca de EUR 1000 milhões acima do esperado, em cerca de 3% do PIB em contabilidade pública. Porém, é preciso notar que o objectivo orçamental para contabilidade pública é de 2.5% do PIB – a diferença entre este número e a previsão de 1.5% para o défice resulta dos ajustamentos entre contabilidade pública e contabilidade nacional.

**As principais variáveis a contribuir para este desvio são os impostos, e em particular os impostos directos.** O desvio projectado na receita fiscal em impostos directos é de cerca de 1.0% do PIB. Algum deste desvio tenderá a ser corrigido, já que os reembolsos do IRS começaram mais cedo este ano e dificultam a comparabilidade; no entanto, nem todo este desvio se deve a isso: basta ver que, apenas considerando os números de Março, o desvio projectado já seria de 0.5% do PIB. Assim, será preciso esperar para ver como evolui esta situação.

**Por outro lado, a situação do mercado de trabalho está a dar suporte à execução orçamental:** a diminuição em transferências correntes face ao projectado (maioritariamente devido aos subsídios de desemprego) permitiria no final do ano (assumindo a mesma taxa de decréscimo, um cenário longe de certo mas possível) um desvio positivo de EUR 1.6 mil milhões, enquanto o desvio positivo nas contribuições para a segurança social juntaria uma folga de EUR 300 milhões. Ambos estes factores resultariam assim numa folga de 1.1% do PIB.

**Apesar desta evolução mais negativa – que, assumindo os mesmos ajustamentos entre contabilidade pública e nacional, resultaria ainda num défice de 2.1% do PIB –, é preciso ter em conta que o Executivo dispõe ainda de uma margem adicional no caso de um cenário mais difícil: o investimento público.** Ainda que um ajustamento por esta via seja politicamente mais difícil, dada a repetição da receita utilizada no ano anterior, é ainda uma possibilidade em cima da mesa. Até Abril, mesmo com um aumento significativo do investimento público (14.3%, tal como mencionado acima), este está ainda abaixo da evolução esperada de 27.9% - este desempenho mais modesto, se prolongado até ao final do ano, daria também uma folga ao erário público, na ordem dos 0.3% do PIB.

**Assim, parece-nos que, sendo ainda cedo para avaliar, as contas públicas seguem sob controlo, embora com algumas ameaças, especialmente no que toca ao desempenho da receita fiscal.**

## TEMAS EM DESTAQUE

**PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017-21 - OPTIMISMO NO MÉDIO E LONGO PRAZO**

□ Neste tema apresentamos um breve resumo do Programa de Estabilidade 2017-2021, acompanhado pela análise efectuada pelo Conselho de Finanças Públicas. É esperado um ajustamento do saldo orçamental de 3.3 pontos percentuais entre 2017-21, tirando partido da melhoria do ciclo económico, da esperada melhoria do saldo primário estrutural e da redução do peso dos juros no PIB. O ajustamento orçamental é feito sobretudo por via da diminuição do peso da despesa pública no PIB, mas o CFP chama a atenção para o facto de no cenário traçado as medidas não especificadas que contribuem para a redução do défice terem um peso relevante ao longo do período. A este factor de risco, acresce a possibilidade de o cenário macroeconómico que serve de base ao PE2017-21 se vir a revelar optimista, sobretudo nos anos posteriores a 2017.

**1. Cenário macro económico**

O cenário macro que serve de base ao Programa de Estabilidade 2017-21 pode considerar-se genericamente credível, embora as previsões para o médio prazo possam vir a revelar-se optimistas. Para 2017, depois de o INE ter publicado que no primeiro trimestre o PIB cresceu 1.0% em cadeia e de 2.8% face ao período homólogo, a estimativa do governo surge como conservadora. Com efeito, na sequência da divulgação do INE, o BPI reviu a previsão para o crescimento em 2017 para 2.5% (1.5% anteriormente). **Neste ano, as boas perspectivas para o crescimento beneficiam de sinais de bom desempenho das exportações e do investimento.** Mas nos anos seguintes, as previsões apresentadas podem vir a revelar-se optimistas, sendo que os riscos estão principalmente associados aos crescimentos esperados para o consumo e investimento e respectivo impacto que estas componentes poderão ter sobre as importações. Com efeito, a componente importada do investimento é elevada, pelo que a aceleração esperada deste poderá reflectir-se em maior crescimento das importações; por seu turno, a evolução do consumo privado poderá também traduzir-se em maior expansão das importações, sobretudo se neste se verificar um peso considerável dos bens duradouros.

**Cenário macroeconómico**

|                                     | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB real                            | 1.4   | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.1   | 2.2   |
| Consumo privado                     | 2.3   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| Consumo público                     | 0.5   | -1.0  | -0.8  | -0.9  | 0.0   | 0.5   |
| Investimento                        | -0.1  | 4.8   | 5.1   | 5.1   | 4.8   | 4.7   |
| Exportações                         | 4.4   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| Importações                         | 4.4   | 4.1   | 4.1   | 4.1   | 4.1   | 4.1   |
| Contributos:                        |       |       |       |       |       |       |
| Procura interna                     | 1.5   | 1.7   | 1.8   | 1.8   | 1.9   | 2.0   |
| Procura externa                     | -0.1  | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.2   |
| Deflator do PIB                     | 1.6   | 1.4   | 1.5   | 1.6   | 1.6   | 1.6   |
| Taxa de inflação média              | 0.6   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.8   | 1.8   |
| Taxa de desemprego                  | 11.1  | 9.9   | 9.3   | 8.6   | 8.0   | 7.4   |
| Saldo orçamental, % do PIB          | 2.0   | -1.5  | -1.0  | -0.3  | 0.4   | 1.3   |
| Saldo primário, % do PIB            | 2.1   | 2.7   | 3.1   | 3.6   | 4.2   | 4.9   |
| Dívida pública, % do PIB            | 130.4 | 127.9 | 124.2 | 120.0 | 117.6 | 109.4 |
| Conta corrente+capital, % do PIB    | 1.5   | 1.1   | 1.5   | 1.5   | 1.6   | 1.7   |
| Cresc. da procura externa relevante | 3.2   | 3.9   | 4.1   | 4.1   | 4.1   | 4.1   |
| Brent (US\$/bbl)                    | 45.1  | 56.6  | 56.2  | 55.4  | 55.3  | 56    |
| Taxa de juro curto prazo (média)    | -0.3  | -0.3  | -0.2  | -0.1  | 0.1   | 0.4   |
| EUR/USD (média)                     | 1.11  | 1.04  | 1.04  | 1.04  | 1.04  | 1.04  |

Fonte: Programa de Estabilidade 2017-21

Relativamente à envolvente externa traçada no documento, pode também considerar-se que esta se caracteriza por algum optimismo, pois aposta na permanência das taxas de juro em níveis reduzidos, o que poderá não ser compatível com a retoma da actividade na zona euro (e consequente retirada gradual de estímulos monetários); também as previsões apresentadas para o petróleo podem estar subavaliadas; bem como a aposta de permanência de um euro fraco, que poderá revelar um baixo grau de aderência à realidade.

**2. Saldo orçamental****Saldo orçamental em % do PIB**

|                                                                         | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Var. 16-21 |
|-------------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------------|
| Primário                                                                | 0.2  | 2.2  | 2.7  | 3.1  | 3.6  | 4.2  | 4.9  | 2.7        |
| Global                                                                  | -4.4 | -2   | -1.5 | -1   | -0.3 | 0.4  | 1.3  | 3.3        |
| Ajustado de med. temporárias, não recorrentes e de fact. especiais (FE) | -3.1 | -2.4 | -1.7 | -1   | -0.3 | 0.4  | 0.9  | 3.3        |
| Ajustado do ciclo                                                       | -3.5 | -1.7 | -1.5 | -1.1 | -0.5 | 0.0  | 0.8  | 2.5        |
| Saldo estrutural                                                        | -2.2 | -2.1 | -1.7 | -1.1 | -0.5 | 0.0  | 0.3  | 2.4        |
| Primário estrutural                                                     | 2.3  | 2.2  | 2.5  | 3    | 3.4  | 3.8  | 3.9  | 1.7        |
| por memória                                                             |      |      |      |      |      |      |      |            |
| medidas temporárias, não recorrentes e FE                               | -1.3 | 0.4  | 0.2  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.4  | 0          |
| hiato do produto*                                                       | -1.6 | -0.7 | -0.1 | 0.2  | 0.5  | 0.8  | 1.1  | 1.8        |
| componente cíclica                                                      | -0.8 | -0.4 | 0    | 0.1  | 0.2  | 0.4  | 0.5  | 0.9        |
| juros                                                                   | 4.6  | 4.2  | 4.2  | 4    | 3.9  | 3.8  | 3.6  | -0.6       |

Fonte: CFP

Notas \*em % do PIB potencial. A componente cíclica foi apurada de acordo com o método comunitário das semi-elasticidades, tendo por base o hiato do produto calculado de acordo com o cenário macroeconómico do PE/2017 e com a metodologia comum da CE (Previsões da Primavera)

**PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017-21 - OPTIMISMO NO MÉDIO E LONGO PRAZO (cont.)**

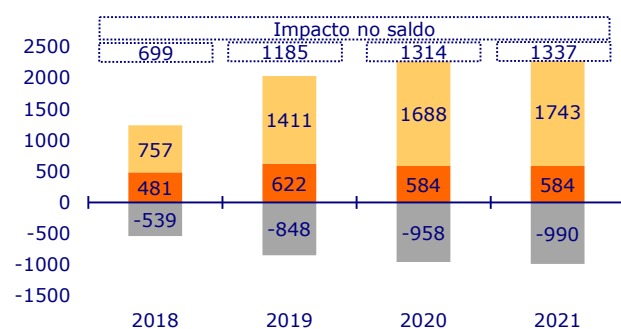
Neste cenário, o governo espera que o défice orçamental registe uma melhoria de 3.3 pontos percentuais entre 2016-21, esperando que este ajuste se faça sobretudo através da redução da despesa pública no PIB - (3.4 pontos percentuais) enquanto que a receita publica reduzirá o seu peso no PIB em apenas 0.1 pontos percentuais. A redução do peso da despesa de 45.1% do PIB em 2016 para 41.7% em 2021 resulta essencialmente da diminuição de 1.2 pontos percentuais no peso das despesas com pessoal e no das prestações sociais, de 0.7 p.p. nos consumos privados e de 0.6 p.p. no peso dos juros. Por seu turno, estima-se que a despesa de capital aumente 0.6 p.p. do PIB, beneficiando de maior recurso a Fundos Estruturais Europeus. A melhoria do saldo orçamental beneficiará também de dois factores não recorrentes: um este ano que é a recuperação da garantia do BPP e contribuirá com 0.2 p.p. para a redução do défice e outro em 2021 quando é esperado o recebimento das prepaid margins dos empréstimos do FEEF e que melhoram o saldo orçamental em 0.4 p.p..

**O CFP chama a atenção para o facto do ajustamento esperado do lado da despesa assentar em grande parte em medidas não especificadas, representando um factor de incerteza na análise da sua sustentabilidade.**

Destas, destacam-se as poupanças esperadas ao nível dos consumos intermédios e outra despesa corrente, no primeiro caso as medidas não especificadas acumuladas entre 2018-21 ascendem a 900 milhões de euros, equivalente a 67% do efeito acumulado total estimado no Programa de Estabilidade; no caso da outra despesa corrente, as medidas também não especificadas ascendem a 405 milhões de euros, ou seja 30% do impacto total esperado. Do lado da receita, destacam-se medidas não especificadas que contribuirão para a melhoria do saldo orçamental relacionadas com fundos estruturais a receber no período e que ascenderão a 195 milhões de euros, cerca de 15% do impacto total esperado.

**Efeito acumulado das medidas de política orçamental**

(milhões de euros)



■ Melhoram o saldo E. ■ Melhoram o saldo N.E. ■ Pioram o saldo

Fonte: CFP

**Efeito líquido das medidas de política do PE 2017-21**

milhões de euros

| Componente/medida                                              | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | Medidas       |          |
|----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|----------|
|                                                                |             |             |             |             | Tipo          | Situação |
| Total da Receita                                               | 378         | 232         | -24         | -90         |               |          |
| Impostos correntes sobre Rendimento e Património               | -200        | 0           | 0           | 0           |               |          |
| Apoio aos baixos rendimentos                                   | -200        |             |             |             | Piora Saldo   | N.E.     |
| Impostos s/Produção e Importação                               | 411         | 90          | 0           | 0           |               |          |
| Contribuição Extraordinária sobre o Setor Bancário             | 187         |             |             |             | Melhora Saldo | E        |
| Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético (CESE)    | 90          |             |             |             | Melhora Saldo | E        |
| Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético 2 (CESE2) | 30          |             |             |             | Melhora Saldo | E        |
| Contribuição sobre a Indústria Farmacêutica                    | 14          |             |             |             | Melhora Saldo | E        |
| Outros impostos                                                | 90          | 90          |             |             | Melhora Saldo | N.E.     |
| Transferências de capital recebidas                            | 167         | 142         | -24         | -90         |               |          |
| Fundos Estruturais                                             | 167         | 142         | -24         | -90         | Melhora Saldo | N.E.     |
| <b>Total da Despesa</b>                                        | <b>-321</b> | <b>-253</b> | <b>-153</b> | <b>-113</b> |               |          |
| Despesas com pessoal                                           | 134         | 134         | 141         | 141         |               |          |
| Descongelamento gradual das carreiras                          | 141         | 141         | 141         | 141         | Piora Saldo   | E        |
| Contenção do emprego público                                   | -7          | -7          |             |             | Melhora Saldo | E        |
| Consumo Intermédio                                             | -300        | -300        | -200        | -100        |               |          |
| Congelamento nominal Consumo Intermédio s/ PPP                 | -300        | -300        | -200        | -100        | Melhora Saldo | N.E.     |
| Juros                                                          | -152        | -134        | 38          | 0           |               |          |
| Poupanças                                                      | -152        | -134        | 38          | 0           | Melhora Saldo | E        |
| Subsídios                                                      | -20         | -31         | -11         | 0           |               |          |
| Fundos Estruturais                                             | -20         | -31         | -11         | 0           | Melhora Saldo | E        |
| Outra Despesa Corrente                                         | -180        | -90         | -90         | -45         |               |          |
| Congelamento nominal                                           | -180        | -90         | -90         | -45         | Melhora Saldo | N.E.     |
| Formação Bruta de Capital fixo                                 | 162         | 140         | -18         | -82         |               |          |
| Fundos Estruturais                                             | 162         | 140         | -18         | -82         | Piora Saldo   | N.E.     |
| Outra Despesa de Capital                                       | 36          | 28          | -12         | -27         |               |          |
| Fundos Estruturais                                             | 36          | 28          | -12         | -27         | Piora Saldo   | N.E.     |
| <b>Impacto no saldo</b>                                        | <b>699</b>  | <b>486</b>  | <b>129</b>  | <b>23</b>   |               |          |
| Por memória   Em % do PIB                                      | 0.4         | 0.2         | 0.1         | 0.0         |               |          |

Fonte: CFP

## TEMAS EM DESTAQUE

## PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017-21 - OPTIMISMO NO MÉDIO E LONGO PRAZO (cont.)

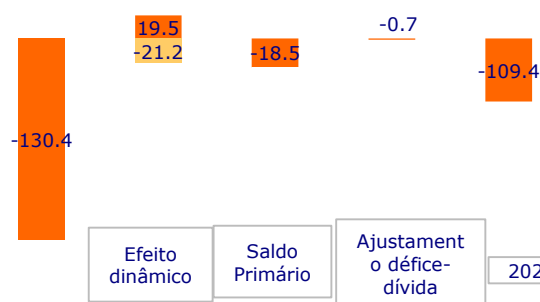
No conjunto de medidas especificadas referem-se as melhorias esperadas pelo aumento esperado da receita de impostos sobre a produção e importação – sobretudo contribuições extraordinárias sobre os sectores bancário e energético - de 501 milhões de euros, 37% do impacto estimado e a poupança em juros de 248 milhões de euros, cerca de 19% do impacto total. **No sentido oposto, ie com impacto negativo no saldo orçamental destaca-se o descongelamento das carreiras no sector público, que se estima representar 564 milhões de euros.**

## 3. Dívida pública

No cenário de consolidação orçamental traçado pelo governo no Programa de Estabilidade 2017-21, as previsões para a evolução do rácio de dívida pública são de uma redução de 21 pontos percentuais entre 2016 e 2021. Esta redução beneficiará essencialmente da acumulação de excedentes primários equivalentes a 18.5 pontos percentuais do PIB. Comparativamente ao cenário desenvolvido pelo BPI, aquele apresentado no PE 2017-21 apresenta-se como bastante mais optimista, nomeadamente no que se refere à acumulação de excedentes primários, que no cenário BPI ascenderá a 14.0 p.p., menos 4.5 p.p. do que o esperado pelo governo, reduzindo a redução do rácio de dívida pública a 13.8 pontos percentuais, o que compara com os 21 p.p. previstos no programa do governo.

## Contributos para a evolução do rácio de dívida

(% do PIB)



Efeito dinâmico inclui efeito juros (impacto positivo) e efeito crescimento (impacto negativo)

Fonte: CFP

De notar que as previsões apresentadas no documento dependem significativamente das hipóteses consideradas para a evolução da economia e da taxa de financiamento. Tendo por base o cenário desenvolvido pelo BPI para a sustentabilidade da dívida pública, verifica-se que esta é mais vulnerável a variações no PIB nominal do que a alterações na taxa de financiamento.

## 4. Necessidades de financiamento do estado

## Necessidades de Financiamento (mil milhões de euros)

mil milhões de euros

|                                                         | 2016        | 2017        | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        |
|---------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>1. Necessidades de Financiamento Líquidas</b>        | <b>8.3</b>  | <b>12.2</b> | <b>4.5</b>  | <b>4.9</b>  | <b>2.6</b>  | <b>0.9</b>  |
| Déficit Orçamental                                      | 6.2         | 6.6         | 2.7         | 1.6         | 0.5         | -1.5        |
| Outras aquisições de activos financeiros <sup>1</sup>   | 2.1         | 5.6         | 1.8         | 3.3         | 2.1         | 2.4         |
| Privatizações                                           | 0.0         | 0.0         | -           | -           | -           | -           |
| <b>2. Reembolsos</b>                                    | <b>32.7</b> | <b>24.3</b> | <b>28.9</b> | <b>28.4</b> | <b>26.2</b> | <b>19.2</b> |
| Bilhetes do Tesouro                                     | 18.5        | 15.1        | 15.0        | 15.0        | 15.0        | -           |
| Obrigações do Tesouro+MTN                               | 9.7         | 7.5         | 7.4         | 10.2        | 11.2        | 13.7        |
| OTRV                                                    | -           | -           | -           | -           | -           | 3.5         |
| Certificados do Tesouro e de Aforro                     | -           | -           | -           | -           | -           | -           |
| PAEF, reembolsos realizados                             | 4.5         | 1.7         | -           | -           | -           | -           |
| PAEF, reembolsos a executar                             | -           | -           | 6.5         | 3.2         | 0.0         | 2.0         |
| p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original     | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 2.5         | 4.9         | 4.3         |
| <b>Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)</b>       | <b>41.0</b> | <b>36.5</b> | <b>33.4</b> | <b>33.3</b> | <b>28.8</b> | <b>20.1</b> |
| <b>Fontes de financiamento</b>                          |             |             |             |             |             |             |
| Liquidez do Estado Dezembro do ano anterior             | 6.6         | 10.2        | 7.1         | 5.9         | 5.4         | 9.9         |
| Utilização de depósitos                                 | -3.6        | 3.1         | 1.2         | 0.5         | -4.5        | 6.0         |
| <b>Executado</b>                                        | <b>43.8</b> | <b>16.2</b> | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  |
| Bilhetes do Tesouro                                     | 18.7        | 5.9         | -           | -           | -           | -           |
| Obrigações do Tesouro+MTN                               | 17.4        | 8.3         | -           | -           | -           | -           |
| Instrumentos de dívida no retalho CP                    | 4.3         | 1.0         | -           | -           | -           | -           |
| Instrumentos de dívida no retalho MLP                   | 3.5         | 1.0         | -           | -           | -           | -           |
| PAEF                                                    | -           | -           | -           | -           | -           | -           |
| <b>Por executar</b>                                     | <b>0.0</b>  | <b>16.9</b> | <b>32.3</b> | <b>32.8</b> | <b>33.4</b> | <b>14.1</b> |
| PAEF                                                    | -           | -           | -           | -           | -           | -           |
| Obrigações do Tesouro                                   | -           | 6.7         | 17.3        | 17.8        | 18.4        | 14.1        |
| Bilhetes do Tesouro (expectativa de rollover de saldo)  | -           | 9.2         | 15.0        | 15.0        | 15.0        | 0.0         |
| Instrumentos de dívida no retalho                       | -           | 1.0         | -           | -           | -           | -           |
| <b>Financiamento do Estado (inclui util. depósitos)</b> | <b>40.2</b> | <b>33.1</b> | <b>33.5</b> | <b>33.3</b> | <b>28.9</b> | <b>20.1</b> |
| <b>Recurso a financiamento adicional</b>                | <b>0.9</b>  | <b>3.4</b>  | <b>-0.1</b> | <b>0.0</b>  | <b>-0.1</b> | <b>0.0</b>  |
| <b>Disponibilidade de depósitos no final do ano</b>     | <b>10.2</b> | <b>7.1</b>  | <b>5.9</b>  | <b>5.4</b>  | <b>9.9</b>  | <b>3.9</b>  |

Fonte: IGCP, Conselho de Finanças Públicas, Banco de Portugal, Bloomberg, calc. BPI

**PROGRAMA DE ESTABILIDADE 2017-21 - OPTIMISMO NO MÉDIO E LONGO PRAZO (cont.)**

**A gestão das necessidades de financiamento pelo Tesouro apresenta-se equilibrada.** Este ano, salienta-se o facto de o Tesouro ter já emitido 55% do total de obrigações do tesouro previsto para o conjunto do ano. Tendo presente as disponibilidades do estado em depósitos e admitindo o *rollover* dos BTs, pode considerar-se que mais de 80% das necessidades de financiamento para 2017 estão já cumpridas. Este facto permitirá ao Tesouro terminar o ano com uma confortável almofada de liquidez – cerca de 40% das necessidades de financiamento brutas em 2018, o que será um importante factor a contribuir para o não alargamento dos custos de financiamento. A gestão das necessidades de financiamento ao longo do período em análise prevê o reembolso antecipado de 9.7 mil milhões de euros ao FMI até 2019, o que a verificar-se retirará pressão às necessidades de financiamento de 2020-21, anos em que os montantes de OTs a vencer são mais elevados. Adicionalmente, o reembolso do montante solicitado poderá ser gerido nos próximos 30 meses, permitindo o ajustamento a alterações nas necessidades de financiamento.

**Obrigações do Tesouro emitidas até Maio de 2017**

| Emissão                 | Prazo (anos) | Montante colocado (mil milhões de euros) | Yield      | Mês de colocação |
|-------------------------|--------------|------------------------------------------|------------|------------------|
| OT 4.125% 14 April 2027 | 10           | 3.0                                      | 4.23       | 18-jan           |
| OT 2.2% 17Oct2022       | 6            | 0.7                                      | 2.75       | 10-fev           |
| OT 5.65% 15Feb2024      | 7            | 0.6                                      | 3.67       | 10-fev           |
| OT 4.8% 15Jun2020       | 3            | 0.5                                      | 1.22       | 10-mar           |
| OT 2.875% 21Jul2026     | 10           | 0.7                                      | 3.95       | 10-mar           |
| OT 2.2% 17Oct2022       | 6            | 0.7                                      | 2.17       | 18-abr           |
| OT 2.875% 15Oct2025     | 9            | 0.7                                      | 3.30       | 18-abr           |
| OT 2.2% 17Oct2022       | 6            | 0.7                                      | 1.83       | 12-mai           |
| OT 4.125% 14Apr2027     | 10           | 0.7                                      | 3.39       | 12-mai           |
| <b>Média</b>            | <b>8.3</b>   | <b>8.3</b>                               | <b>3.3</b> |                  |

Fonte: IGCP, calc. BPI

## TEMAS EM DESTAQUE

## EVOLUÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRÉDITO E DEPÓSITOS EM PORTUGAL

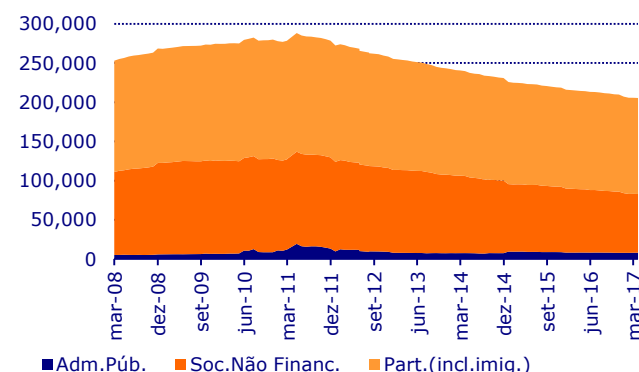
□ O stock de crédito bancário<sup>1</sup> tem assumido uma trajectória de contracção desde 2011, ainda que, mais recentemente, esta redução se proceda a ritmos cada vez menores. Esta tendência descendente resulta de um processo de desalavancagem das Sociedades Não Financeiras (SNF) e dos particulares. Neste sentido, importa mencionar a queda observada nos rácios de endividamento de particulares e SNF, que terminaram o 1T de 2017 em níveis de 75.9% e 142.3% do PIB<sup>2</sup>, respectivamente, o que representa uma queda de 0.9 pontos percentuais (p.p.) e 1.1 p.p. face ao 4T de 2016. Ao mesmo tempo, a qualidade do crédito tem registado melhorias, ainda que continue a evidenciar resultados preocupantes. Assim, o rácio de crédito em risco registou, no final do ano anterior, uma queda de 0.2 p.p. face ao final de 2015, para 11.8%; isto resulta de uma redução do crédito em risco superior à queda registada no crédito total. Ao mesmo tempo, o rácio de non-performing loans (NPL) diminuiu em 0.3 p.p. para 17.2% em igual período de análise.

Os dados relativos ao primeiro trimestre de 2017 continuam a evidenciar uma diminuição do crédito bancário a sociedades não financeiras e particulares; ainda assim, importa destacar que os montantes de novas operações, ajustadas pelas renegociações, seguem uma trajectória positiva no caso dos particulares. Em sentido contrário comportam-se as novas operações de crédito concedido às SNF.

Por fim, uma consideração relativamente aos depósitos do sector não monetário no sistema bancário residente, onde é possível assistir a uma diminuição dos depósitos a prazo, em compensação dos depósitos à ordem, justificado por um contexto de taxas de juro reduzidas.

## Evolução do volume de crédito, por sector institucional

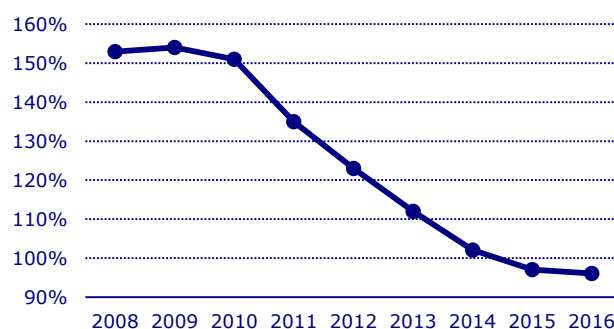
(milhões EUR)



Fonte: Banco de Portugal

## Rácio de Transformação

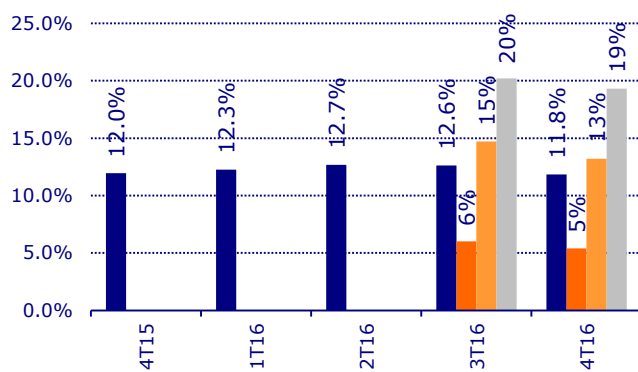
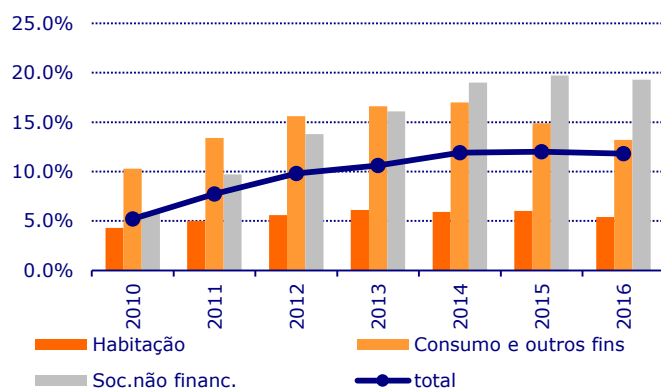
(%)



Fonte: Banco de Portugal

## Rácio de Crédito em Risco

(Porcentagem da população em idade laboral; milhares)



Fonte: APB; BdP

<sup>1</sup> Inclui o crédito não titulado concedido por Outras Instituições Financeiras Monetárias residentes, bruto de operações de titularização. A análise aqui apresentada tem por base os dados publicados pelo Banco de Portugal numa base mensal e a partir dos quais são elaborados os respectivos cálculos, salvo em determinadas situações em que se recorre a outras fontes. As taxas de crescimento mencionadas nesta análise podem diferir das apresentadas pelo BdP, devido a correcções efectuadas pela instituição, recorrendo a informação confidencial e a qual não é facultado o acesso.

<sup>2</sup> Boletim Estatístico do Banco de Portugal, Maio de 2017.

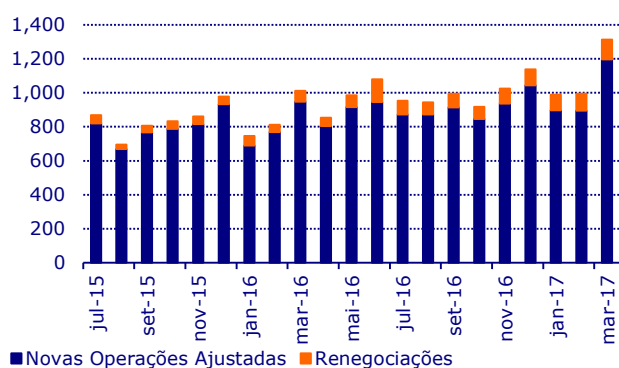
**EVOLUÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRÉDITO E DEPÓSITOS EM PORTUGAL (cont.)****1. Mercado de Crédito e Depósitos no 1T de 2017**

O volume de crédito concedido pelo sector bancário continuou a evidenciar uma trajectória descendente nos primeiros três meses do ano (-0.7%), ainda que a queda tenha sido menos significativa que o observado nos trimestres anteriores. No trimestre, o crédito ao sector privado caiu 0.9%, com o volume de crédito a particulares e SNF a atingirem quedas de 0.5% e 1.5%, respectivamente.

Relativamente aos particulares, o volume de crédito diminuiu a ritmos menores no 1T de 2017 quando comparado com o 1T de 2016 (-0.5% e -0.6%, respectivamente), reflectindo a evolução do crédito para aquisição de habitação e consumo. De facto, o crédito ao consumo tem registado uma trajectória ascendente desde o final de 2015 e a análise da taxa de variação homóloga e da média móvel de 3 meses regista ritmos de crescimento de dois dígitos nos primeiros três meses deste ano. Neste sentido, tem-se assistido a um aumento do peso do crédito ao consumo no total do crédito aos particulares (12% em Março), mantendo-se, ainda assim, abaixo dos níveis registados no final da década de 90 (15%) e semelhante ao observado na Zona Euro. No entanto, importa ter em consideração que este segmento revela um nível de incumprimento elevado, pelo que um aumento significativo pode reflectir-se num acréscimo de vulnerabilidades para o sistema financeiro.

**Montantes de novas operações de crédito a Particulares, ajustado de renegociações**

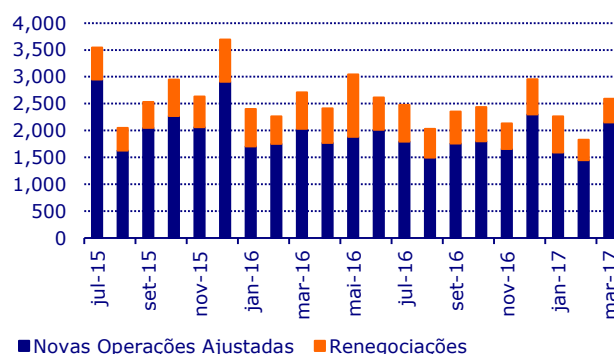
(milhões EUR)



Fonte: BCE, calc.BPI

**Montantes de novas operações de crédito a SNF ajustado de renegociações**

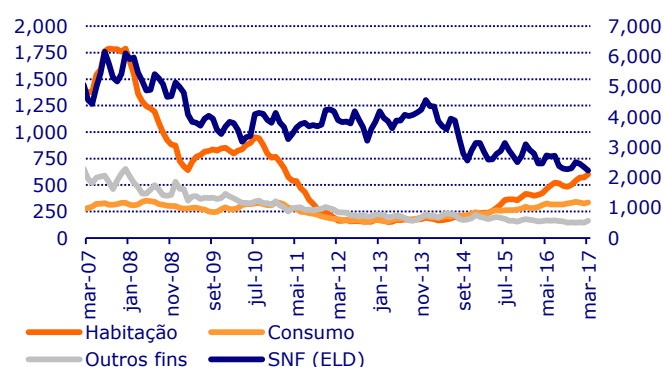
(milhões EUR)



Fonte: BCE, calc.BPI

**Montantes de novas operações: SNF e Particulares (não ajustado de renegociações)**

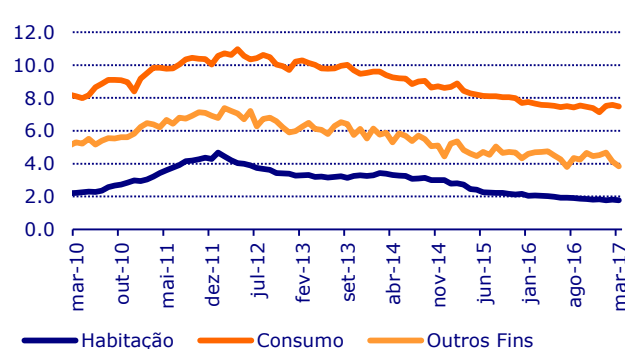
(média móvel 3 meses, milhões EUR)



Fonte: Banco de Portugal

**Taxas de juro de novas operações de empréstimos concedidos por IFM a Particulares**

(%)



Fonte: Banco de Portugal

Analisando os montantes de novas operações de empréstimos, ajustados dos montantes relativos a renegociações<sup>3</sup>, é possível verificar que no primeiro trimestre deste ano houve um aumento relevante no caso dos particulares, contrariamente ao verificado nas SNF. Nos primeiros três meses do ano, as novas operações de crédito à habitação, líquidas das renegociações, aumentaram consideravelmente (40% y/y, considerando o valor acumulado dos montantes mensais de novas operações até Março de 2017, líquidas das renegociações, e comparando com igual período do ano anterior); todavia, se atentarmos no montante total de novas operações, onde as séries históricas são mais longas, é possível verificar que os valores registados

<sup>3</sup>A série histórica das renegociações tem início em Dezembro de 2014, de acordo com os dados publicados pelo BCE.

## TEMAS EM DESTAQUE

## EVOLUÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRÉDITO E DEPÓSITOS EM PORTUGAL (cont.)

no primeiro trimestre continuam longe do que era observado no período antes da crise financeira internacional. Em relação aos novos montantes do crédito ao consumo, o aumento é também substancial (13%, recorrendo à mesma fórmula de cálculo); se recorrermos à série histórica mais longa, ou seja, excluindo renegociações, é possível verificar que as novas operações de crédito ao consumo se aproximam dos valores anteriores à crise. A evolução registada nestes dois segmentos de crédito beneficia do contexto de taxas de juro baixas, a par da estabilidade nos critérios de concessão de crédito e da pressão concorrencial entre instituições bancárias, de acordo com o Banco de Portugal. No caso da habitação, contribuem ainda as perspectivas positivas para o mercado de habitação e o aumento da confiança dos consumidores, de acordo com o banco central. No que diz respeito às SNF, os montantes de novas operações continuam a cair (-6% y/y de acordo com os nossos cálculos), ainda que a um ritmo menor do que tinha sido registado no primeiro trimestre de 2016, quando a queda atingiu 23% y/y. Em relação às SNF, o Banco de Portugal<sup>4</sup> aponta para um aumento substancial do crédito obtido junto de instituições não residentes e refere que este aumento assentou, maioritariamente, na emissão de títulos de dívida.

**O rácio de crédito vencido<sup>5</sup>, após consideráveis melhorias no último trimestre de 2016, aumentou ligeiramente nos primeiros três meses deste ano.** O rácio de crédito vencido dos particulares aumentou em 0.3 p.p. face ao 4T16 para 4.9%, enquanto nas SNF o aumento foi de 0.3 p.p. para 15.5%.

**De acordo com o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito de Abril de 2017, as instituições bancárias inquiridas antecipam um ligeiro aumento da procura de crédito.** Ainda que os cinco bancos inquiridos não antecipem alterações nos critérios de concessão de crédito, é esperado um ligeiro aumento da procura por parte das empresas, com duas das instituições inquiridas a apontar que este incremento deva ocorrer sobretudo no caso das pequenas e médias empresas e empréstimos de maturidade mais longa; ao mesmo tempo, é esperado um aumento da concessão de crédito para aquisição de habitação e, ainda que em menor dimensão, o aumento do crédito ao consumo e outros fins.

## Crédito e Depósitos

(valores em final de período)

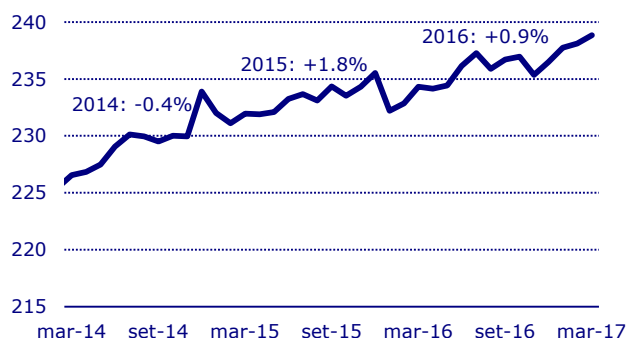
|                              | 2015         | 1T16         | 2T16         | 3T16         | 2016         | 1T17         |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (YTD)                        |              |              |              |              |              |              |
| <b>Crédito Total</b>         | <b>-4.0%</b> | <b>-0.8%</b> | <b>-1.5%</b> | <b>-2.9%</b> | <b>-4.8%</b> | <b>-0.7%</b> |
| Crédito ao Sector Privado    | -4.0%        | -0.8%        | -1.4%        | -2.3%        | -4.1%        | -0.9%        |
| Particulares                 | -3.2%        | -0.6%        | -0.9%        | -1.3%        | -2.4%        | -0.5%        |
| Habitação                    | -3.3%        | -0.8%        | -1.5%        | -2.2%        | -3.8%        | -0.6%        |
| Outros                       | -2.3%        | 0.3%         | 2.1%         | 3.0%         | 4.2%         | -0.3%        |
| Dos quais: consumo           | 0.7%         | -0.3%        | 4.3%         | 6.6%         | 12.1%        | 0.3%         |
| SNF                          | -5.1%        | -1.1%        | -2.3%        | -3.8%        | -6.8%        | -1.5%        |
| Act. Imobiliárias            | -5.2%        | -2.4%        | -11.4%       | -13.2%       | -16.8%       | 1.3%         |
| Restantes                    | -5.1%        | -0.8%        | -0.8%        | -2.2%        | -5.1%        | -1.9%        |
| <b>Depósitos Totais</b>      | <b>0.7%</b>  | <b>-0.5%</b> | <b>0.3%</b>  | <b>0.5%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>1.0%</b>  |
| Depósitos Sector Privado     | 3.0%         | 1.3%         | 2.3%         | 3.3%         | 2.4%         | 1.0%         |
| Particulares                 | 3.8%         | 1.0%         | 2.1%         | 1.7%         | 1.0%         | -0.3%        |
| SNF                          | -0.4%        | 2.7%         | 3.3%         | 10.8%        | 8.7%         | 6.4%         |
| Depósitos por Tipo:          |              |              |              |              |              |              |
| Dep.à ordem                  | 19.2%        | 1.6%         | 5.9%         | 11.7%        | 13.2%        | 4.4%         |
| Dep.a prazo                  | -6.0%        | -1.5%        | -2.3%        | -4.6%        | -5.4%        | -0.8%        |
| (Contributos)                |              |              |              |              |              |              |
| <b>Crédito Total</b>         | <b>-4.0%</b> | <b>-0.8%</b> | <b>-1.5%</b> | <b>-2.9%</b> | <b>-4.8%</b> | <b>-0.7%</b> |
| Crédito ao Sector Privado    | -3.5%        | -0.7%        | -1.3%        | -2.1%        | -3.7%        | -0.8%        |
| Particulares                 | -1.7%        | -0.3%        | -0.5%        | -0.7%        | -1.3%        | -0.3%        |
| Habitação                    | -1.5%        | -0.4%        | -0.7%        | -1.0%        | -1.7%        | -0.3%        |
| Outros                       | -0.2%        | 0.0%         | 0.2%         | 0.3%         | 0.4%         | 0.0%         |
| Dos quais: consumo           | 0.0%         | 0.0%         | 0.2%         | 0.3%         | 0.6%         | 0.0%         |
| SNF                          | -1.8%        | -0.4%        | -0.8%        | -1.3%        | -2.4%        | -0.5%        |
| Act. Imobiliárias            | -0.3%        | -0.1%        | -0.5%        | -0.6%        | -0.8%        | 0.1%         |
| Restantes                    | -1.6%        | -0.2%        | -0.2%        | -0.7%        | -1.5%        | -0.6%        |
| <b>Depósitos Totais</b>      | <b>0.7%</b>  | <b>-0.5%</b> | <b>0.3%</b>  | <b>0.5%</b>  | <b>0.4%</b>  | <b>1.0%</b>  |
| Depósitos Sector Privado     | 2.1%         | 0.9%         | 1.7%         | 2.4%         | 1.7%         | 0.7%         |
| Particulares                 | 2.2%         | 0.6%         | 1.2%         | 1.0%         | 0.6%         | -0.2%        |
| SNF                          | -0.1%        | 0.3%         | 0.4%         | 1.4%         | 1.1%         | 0.9%         |
| Depósitos por Tipo           |              |              |              |              |              |              |
| Dep.à ordem                  | 5.1%         | 0.5%         | 1.8%         | 3.7%         | 4.1%         | 1.5%         |
| Dep.a prazo                  | -4.4%        | -1.0%        | -1.6%        | -3.2%        | -3.7%        | -0.5%        |
| (Rácio de Crédito Vencido *) |              |              |              |              |              |              |
| Particulares                 | 5.0          | 5.0          | 5.1          | 5.1          | 4.6          | 4.9          |
| Habitação                    | 3.0          | 3.0          | 3.1          | 3.1          | 2.8          | 2.9          |
| Outros                       | 14.0         | 13.9         | 13.9         | 13.8         | 12.2         | 11.9         |
| SNF                          | 15.5         | 16.0         | 16.1         | 16.1         | 15.2         | 15.5         |

Fonte: BdP, calc. BPI.

Nota: \* Inclui créditos cedidos em operações de titularização.

## Depósitos do sector não monetário

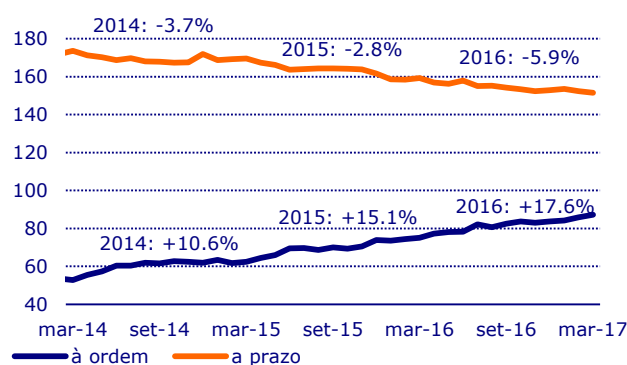
(mil milhões EUR)



Fonte: Banco de Portugal; calc. BPI

## Depósitos a prazo e à ordem

(mil milhões EUR; taxa de variação homologa média no ano)



Fonte: Banco de Portugal; calc. BPI

<sup>4</sup> Boletim Económico, Maio de 2017.<sup>5</sup> Inclui os montantes por regularizar decorridos até 30 dias sobre o seu vencimento (análise p/operação; inclui apenas os montantes vencidos)

**EVOLUÇÃO RECENTE DOS PRINCIPAIS INDICADORES DE CRÉDITO E DEPÓSITOS EM PORTUGAL (cont.)**

Nota breve relativamente à evolução dos depósitos do sector não monetário no sistema bancário residente. É possível verificar que o montante de depósitos a prazo manteve, nos primeiros três meses do ano, uma trajectória descendente, em contrapartida dos depósitos à ordem, reflectindo a menor atractividade dos depósitos a prazo num contexto de taxas de juro reduzidas ou mesmo nulas. Durante o período da crise das dívidas soberanas, os depósitos a prazo chegaram a representar quase 80% do total dos depósitos do sector não monetário, estando actualmente em níveis a rondar os 64%.

## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL - BREXIT, QUASE UM ANO DEPOIS

## □ Impactos na relação comercial entre Portugal e RU após o resultado do referendo

A decisão de saída do Reino Unido da União Europeia terá certamente consequências directas e indirectas, tanto para Portugal, como para cada um dos países da União Europeia e também a nível global. Todavia, a maior parte destas consequências são ainda impossíveis de quantificar, na medida em que dependem de questões de ordem política, do tempo e da forma como se irá desenrolar o processo e as negociações com a União Europeia e, finalmente, do modelo adoptado na relação futura entre os dois blocos económicos. O Brexit foi activado pela Primeira-Ministra, Theresa May, em Março deste ano. No entanto, o processo de negociação para a saída do Reino Unido da União Europeia ainda não foi iniciado, ao mesmo tempo que Theresa May convocou eleições gerais para o dia 8 de Junho. Ainda assim, algumas tendências alteraram-se pós-referendo, podendo dar algumas pistas relativamente ao potencial impacto que pode resultar do Brexit, especialmente para a economia portuguesa.

Nesta nota, o foco será a relação externa entre Portugal e o Reino Unido, dada a relevância que este último representa enquanto parceiro comercial, fonte de investimento directo estrangeiro, destino de emigração e origem de receitas relevantes no sector do turismo. Concluímos, utilizando a informação estatística mais recente, que, apesar da acentuada depreciação da libra inglesa na segunda metade de 2016, os fluxos e receitas turísticas com origem no Reino Unido expandiram-se; ao mesmo tempo, apesar do abrandamento verificado nas exportações de bens, o contributo do Reino Unido para o saldo positivo da balança corrente intensificou-se.

## Balança Corrente - O peso das trocas directas com o Reino Unido

| Valores a Crédito (Exportações e entradas de Rendimentos Primários e Secundários) | 2015   |       |       | 2016   |       |       | Variação Anual 2016 |     |             | 2S - com RU |       |                |
|-----------------------------------------------------------------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------------------|-----|-------------|-------------|-------|----------------|
|                                                                                   | Total  | RU    | Peso  | Total  | RU    | Peso  | Total               | RU  | Contrib. RU | 2S15        | 2S16  | Δ 2S16 vs 2S15 |
| Balança Corrente                                                                  | 88,292 | 8,515 | 9.4%  | 89,818 | 8,652 | 9.6%  | 1,526               | 138 | 9.0%        | 4,578       | 4,493 | -1.9%          |
| Exportações B&S                                                                   | 74,294 | 7,175 | 9.5%  | 75,779 | 7,510 | 9.9%  | 1,485               | 335 | 22.0%       | 3,886       | 3,975 | 2.3%           |
| Bens                                                                              | 49,116 | 3,486 | 6.7%  | 49,498 | 3,564 | 7.2%  | 382                 | 79  | 5.2%        | 1,774       | 1,754 | -1.1%          |
| Serviços                                                                          | 25,178 | 3,689 | 14.8% | 26,281 | 3,946 | 15.0% | 1,103               | 256 | 16.8%       | 2,112       | 2,221 | 5.1%           |
| Transportes                                                                       | 5,689  | 885   | 15.2% | 5,549  | 887   | 16.0% | -140                | 1   | 0.1%        | 504         | 460   | -8.6%          |
| Viagens e Turismo                                                                 | 11,451 | 2,007 | 17.6% | 12,681 | 2,267 | 17.9% | 1,229               | 260 | 17.0%       | 1,217       | 1,348 | 10.8%          |
| Serviços financeiros                                                              | 330    | 106   | 31.7% | 336    | 90    | 26.8% | 5                   | -16 | -1.1%       | 53          | 42    | -19.8%         |
| Serviços de telecomunicações, informáticos e de informação                        | 1,230  | 215   | 19.0% | 1,295  | 218   | 16.8% | 65                  | 3   | 0.2%        | 110         | 120   | 9.2%           |
| Outros serviços fornecidos por empresas                                           | 4,651  | 357   | 7.9%  | 4,497  | 356   | 7.9%  | -154                | 0   | 0.0%        | 176         | 177   | 0.6%           |
| Remessas de Emigrantes/Imigrantes                                                 | 3,316  | 255   | 7.7%  | 3,343  | 285   | 8.5%  | 28                  | 30  | 2.0%        | 143         | 131   | -8.1%          |

| Valores a Débito (Importações e saídas de Rendimentos Primários e Secundários) | 2015   |       |       | 2016   |       |       | Variação Anual 2016 |      |             | 2S - com RU |       |                |
|--------------------------------------------------------------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------------------|------|-------------|-------------|-------|----------------|
|                                                                                | Total  | RU    | Peso  | Total  | RU    | Peso  | Total               | RU   | Contrib. RU | 2S15        | 2S16  | Δ 2S16 vs 2S15 |
| Balança Corrente                                                               | 88,168 | 4,653 | 5.2%  | 88,262 | 4,382 | 5.0%  | 93                  | -272 | -291.5%     | 2,255       | 2,110 | -6.5%          |
| Importações B&S                                                                | 71,128 | 3,440 | 4.8%  | 71,714 | 3,317 | 4.6%  | 585                 | -123 | -131.7%     | 1,686       | 1,630 | -3.3%          |
| Bens                                                                           | 58,386 | 1,944 | 3.3%  | 58,574 | 1,906 | 3.3%  | 188                 | -38  | -40.8%      | 933         | 956   | 2.4%           |
| Serviços                                                                       | 12,742 | 1,496 | 11.8% | 13,140 | 1,411 | 10.7% | 398                 | -85  | -90.9%      | 753         | 674   | -10.5%         |
| Transportes                                                                    | 3,172  | 241   | 7.6%  | 3,045  | 210   | 6.9%  | -127                | -31  | -33.1%      | 128         | 103   | -19.3%         |
| Viagens e Turismo                                                              | 3,612  | 420   | 11.6% | 3,850  | 407   | 10.6% | 238                 | -12  | -13.0%      | 208         | 190   | -8.6%          |
| Serviços financeiros                                                           | 527    | 86    | 15.3% | 463    | 67    | 14.4% | -63                 | -20  | -21.4%      | 39          | 28    | -28.3%         |
| Serviços de telecomunicações, informáticos e de informação                     | 1,083  | 178   | 19.2% | 1,102  | 165   | 15.0% | 20                  | -13  | -14.1%      | 80          | 63    | -21.0%         |
| Outros serviços fornecidos por empresas                                        | 2,594  | 312   | 11.8% | 2,744  | 285   | 10.4% | 150                 | -27  | -28.9%      | 163         | 152   | -6.9%          |
| Remessas de Imigrantes                                                         | 523    | 6     | 17.7% | 534    | 6     | 1.2%  | 11                  | 1    | 0.6%        | 3           | 3     | 7.9%           |

| Saldo                                                      | 2015   |       |       | 2016   |       |       | Variação Anual 2016 |     |             | 2S - com RU |       |                |
|------------------------------------------------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------------------|-----|-------------|-------------|-------|----------------|
|                                                            | Total  | RU    | Peso  | Total  | RU    | Peso  | Total               | RU  | Contrib. RU | 2S15        | 2S16  | Δ 2S16 vs 2S15 |
| Balança Corrente                                           | 124    | 3,861 | -     | 1,556  | 4,271 | -     | 1,432               | 410 | 28.6%       | 2,323       | 2,384 | 2.6%           |
| Bens e Serviços                                            | 3,165  | 3,735 | -     | 4,065  | 4,193 | -     | 900                 | 458 | 32.0%       | 2,200       | 2,345 | 6.6%           |
| Bens                                                       | -9,270 | 1,542 | -     | -9,076 | 1,659 | -     | 195                 | 117 | 8.2%        | 841         | 798   | -5.0%          |
| Serviços                                                   | 12,435 | 2,194 | 17.9% | 13,141 | 2,535 | 19.3% | 705                 | 341 | 23.8%       | 1,360       | 1,547 | 13.8%          |
| Transportes                                                | 2,517  | 644   | 24.6% | 2,504  | 677   | 27.0% | -13                 | 32  | 2.3%        | 376         | 357   | -5.0%          |
| Viagens e Turismo                                          | 7,839  | 1,588 | 20.4% | 8,831  | 1,859 | 21.1% | 992                 | 272 | 19.0%       | 1,009       | 1,158 | 14.8%          |
| Serviços financeiros                                       | -196   | 20    | -     | -128   | 23    | -     | 69                  | 4   | 0.3%        | 14          | 15    | 3.4%           |
| Serviços de telecomunicações, informáticos e de informação | 147    | 36    | -     | 193    | 53    | -     | 45                  | 16  | 1.1%        | 29          | 56    | -              |
| Outros serviços fornecidos por empresas                    | 2,057  | 45    | 2.3%  | 1,753  | 71    | 4.1%  | -304                | 26  | 1.8%        | 13          | 26    | 92.6%          |
| Remessas de Emigrantes/Imigrantes                          | 2,793  | 249   | 8.9%  | 2,809  | 278   | 9.9%  | 16                  | 29  | 2.1%        | 140         | 128   | -8.4%          |

Fonte: Banco de Portugal, cálculos BPI

## PORTUGAL - BREXIT, QUASE UM ANO DEPOIS (cont.)

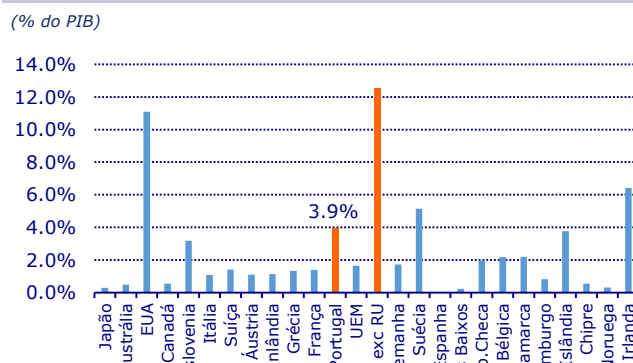
O Reino Unido é um parceiro histórico de Portugal, pelo que as relações comerciais são significativas. Tendo em conta a informação estatística relativa à Balança Corrente e as diversas sub-rubricas (ver tabela de cima), verifica-se que, em termos agregados, as relações externas bilaterais entre Portugal e o Reino Unido são favoráveis a Portugal: **o saldo total da balança corrente relativa ao ano de 2016 cifrou-se em 1.6 mil milhões de euros (mme), dos quais 4.3 mme reflectiram as transacções efectuadas com o RU** (incluindo as transacções de Bens, Serviços, Rendimentos primários e secundários).

**Observa-se ainda que o contributo é particularmente relevante na Balança de Serviços:** o saldo total (excedentário) cifrou-se em 13.1 mme, dos quais cerca de 19% reflectiram a balança de serviços com o RU. Neste capítulo salientam-se os serviços de Viagens e Turismo, que geraram um excedente de 1.9 mme em 2016, facto que evidencia a relevância das receitas provenientes do RU.

A relação comercial externa, favorável a Portugal (exporta mais do que importa), significa que o país é relativamente mais sensível a um eventual abrandamento da economia britânica por comparação com uma situação em que houvesse uma relação deficitária. Todavia, a evidência contraria esta conclusão: primeiro, no conjunto das economias da OCDE, e considerando as exportações directas e indirectas, através de outros países, (ou seja, considerando a origem do valor acrescentado que é consumido no RU), **a exposição de Portugal respeitante ao ano de 2011 era relativamente modesta, surgindo as exportações para o RU calculadas desta forma com um peso de 3.9% do PIB nacional. Outras economias estão significativamente mais vulneráveis, designadamente, Irlanda e Suécia.**

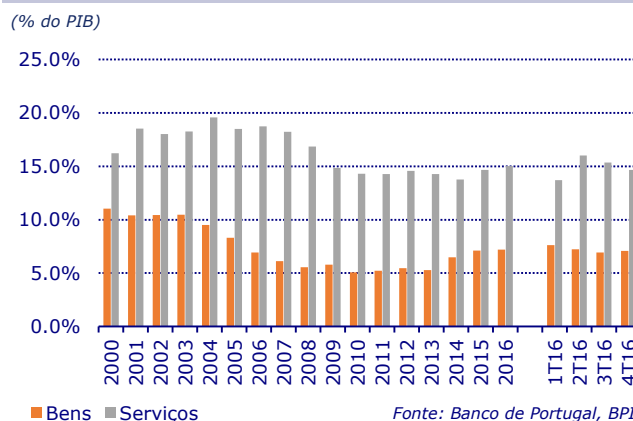
**Em segundo lugar, considerando a informação estatística para a segunda metade de 2016 e para os primeiros dois meses deste ano, é possível afirmar que, até ao momento, o resultado do referendo não parece ter tido qualquer impacto expressivo na relação comercial entre os dois países, apesar da depreciação da libra e o contexto de maior incerteza.** De acordo com os dados publicados pelo Banco de Portugal, as exportações de bens registaram uma queda na segunda metade de 2016 em comparação com igual período de 2015, potencialmente a reflectir alguns efeitos da depreciação da libra face ao euro e o consequente encarecimento dos produtos nacionais. No entanto, a redução não foi substancial e o montante total de exportações de bens para o Reino Unido para a totalidade do ano de 2016 excedeu o valor registado para 2015. Adicionalmente, as exportações de serviços para o RU aumentaram novamente no ano passado, e a análise do segundo semestre aponta para uma melhoria em comparação com o 2º semestre de 2015. Para este desempenho foi relevante o segmento de Viagens e Turismo, que corroborou o facto de a depreciação da libra e a consequente diminuição do poder de compra no estrangeiro não ter sido um obstáculo para os Britânicos visitarem Portugal. De facto, as receitas de turismo vindas do Reino Unido aumentaram 11% na segunda metade de 2016, em comparação com igual período de 2015. Outra informação que confirma estes dados está relacionada

### Bens e Serviços exportados para o RU (por origem de valor acrescentado), peso no PIB respectivo, 2011



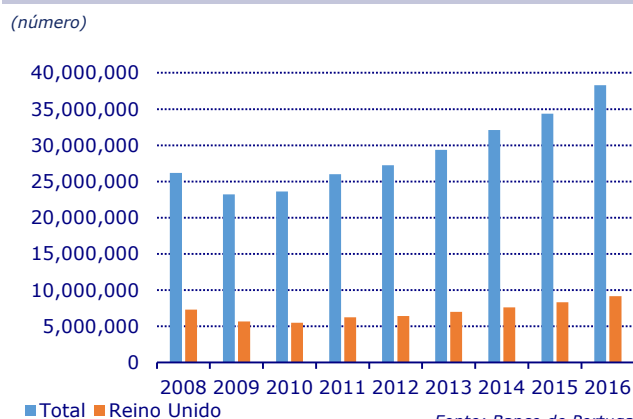
Fonte: OCDE, Trade in Value Added (TiVA) database, BPI calc

### Bens e Serviços exportados para o RU, peso nas exportações totais



Fonte: Banco de Portugal, BPI

### Turismo: número de dormidas na hotelaria, por não residentes



Fonte: Banco de Portugal

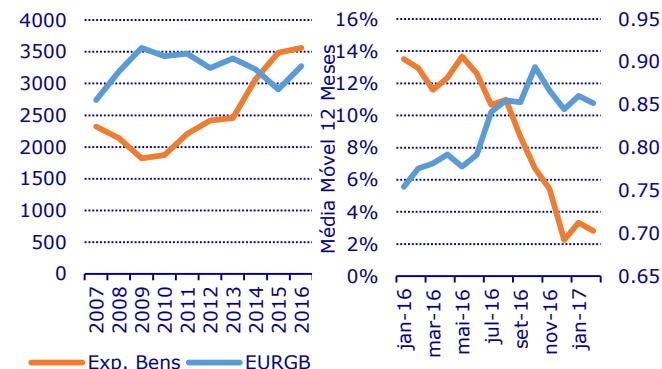
## TEMAS EM DESTAQUE

## PORTUGAL - BREXIT, QUASE UM ANO DEPOIS (cont.)

com o número de dormidas na hotelaria pelos britânicos, que aumentaram no total de 2016, tal como no segundo semestre do ano, em comparação com igual período de 2015 (+7%). Os britânicos representaram 24% do total de dormidas de não residentes em Portugal, em 2016, e 17% se contabilizarmos ainda o número de dormidas dos residentes. Apesar disso, a análise da média móvel dos últimos 12 meses revela um crescimento a ritmos cada vez menores das receitas de exportação de bens e de turismo ao longo de 2016, o que poderia indiciar algum impacto do referendo britânico na relação externa entre os dois países. No entanto, esta tendência é já visível em anos anteriores, o que significa que a performance indicada pela média móvel dos últimos 12 meses não possa ser imputada, pelo menos directamente, ao resultado do referendo.

## Exportações de Bens vs EURGBP

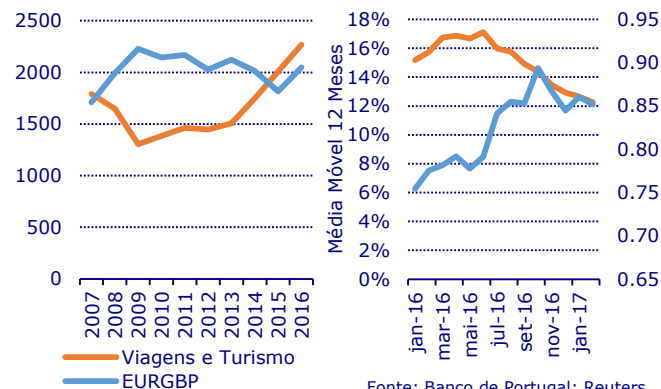
(milhões EUR; x GBP por EUR)



Fonte: Banco de Portugal; Reuters

## Exportações Viagens e Turismo vs EURGBP

(milhões EUR; x GBP por EUR)



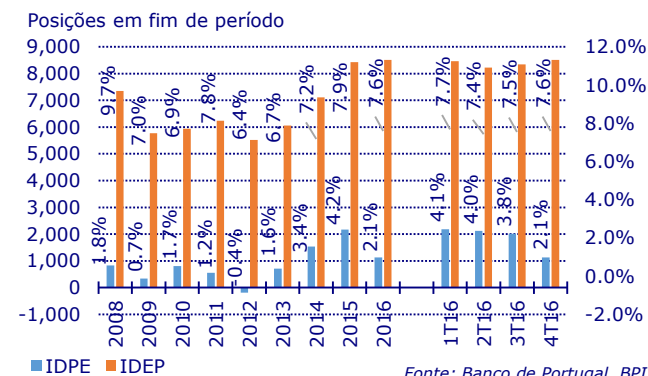
Fonte: Banco de Portugal; Reuters

**Relativamente ao investimento directo, o RU é a segunda principal origem do investimento directo estrangeiro (IDE) em Portugal, excluindo Holanda e Luxemburgo (que assumem posições de relevo dadas as razões fiscais);** a região foi responsável por 7.6% do stock total de IDE em 2016. Em termos absolutos, os fluxos de entrada de investimento directo vindos do Reino Unido ascenderam a 8.5 mme no último ano. No caso do investimento de Portugal no exterior, o RU assume uma posição menos proeminente, representando, em 2016, apenas 2% do stock total do investimento directo no exterior, menos de EUR 1.2 mm.

**O Reino Unido também se assume como o destino preferido dos portugueses em caso de emigração e esta pode ser a via mais afectada com o resultado do referendo britânico.** Efectivamente, segundo o Observatório da Emigração, desde 2011 o número de estrangeiros nascidos em Portugal a residir no Reino Unido aumentou cerca de 67% para 140 mil pessoas em 2016. Mas este é provavelmente um número que subestima o número de emigrantes portugueses naquele país. Efectivamente, segundo os registos da segurança social do Reino Unido (National Insurance Recording System), o qual é essencial para quem pretenda exercer uma actividade profissional, o número de entradas de estrangeiros com nacionalidade portuguesa ultrapassou os 15 mil em 2011, situando-se nos últimos quatro anos em valores que excedem os 30 mil indivíduos/ano. No último ano, este número registou uma quebra homóloga de 5.4% pela primeira vez desde 2010; no entanto, não é possível garantir que esta redução foi uma reacção às preocupações quanto à situação dos emigrantes, dado o resultado a favor da saída do Reino Unido da União Europeia, ou um resultado da melhoria do ambiente económico em Portugal.

## Investimento Directo de/para o Reino Unido (IDPE e IDPE)

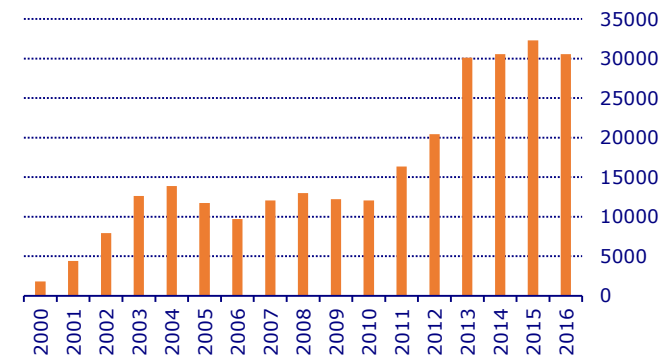
(Milhões de euros; peso no total de Investimento Directo)



Fonte: Banco de Portugal, BPI

## Registos de estrangeiros com nacionalidade portuguesa na Segurança Social do RU

(Nº)



Fonte: Observatório da Emigração

**PORTUGAL: BREXIT, QUASE UM ANO DEPOIS (cont.)****Conclusão**

Esta breve avaliação das principais relações comerciais entre Portugal e o Reino Unido sugere que, existe, efectivamente, alguma vulnerabilidade da economia nacional caso o cenário económico/político se venha a degradar de forma mais séria em terras britânicas ou se o bloco optar pelo “hard-Brexit” quando se sentar à mesa das negociações para discutir os acordos de comércio. Recordando as ideias principais, o RU é um destino importante das exportações de bens e serviços portugueses – 4º maior destino das exportações de bens e o 1º no caso das exportações de serviços, juntamente com França; principal origem das receitas do sector de Turismo nacional (cerca de 18% em 2016), semelhante ao posicionamento de França; o saldo das relações bilaterais no âmbito da Balança Corrente é favorável a Portugal e determinante para a manutenção de um saldo externo superavitário global; é a segunda maior origem de Investimento Directo (excluindo Holanda e Luxemburgo) e um destino também importante de investimento para os empresários portugueses. Finalmente, tem sido destino privilegiado do fluxo de emigração portuguesa.

Todos estes factores comprovam o facto de Portugal registar exposição à economia britânica; i.e., não é indiferente para o cenário macroeconómico interno o estágio de evolução económica daquela região. Todavia, reforçamos a ideia de que tal não significa que as consequências deste referendo se traduzam num resultado desfavorável para Portugal. De facto, a informação estatística disponível aponta para a manutenção de uma relação externa favorável entre o Reino Unido e Portugal, sendo que não se registaram impactos adversos nas receitas turísticas ou numa queda expressiva das exportações de bens no total de 2016 (ainda que se tenha registado uma redução ligeira nas exportações de bens no 2º semestre de 2016, em comparação com a 2ª metade de 2015). Ainda que a libra tenha depreciado face ao euro, as exportações de bens e serviços aumentaram em 2% y/y e 7% y/y, respectivamente, com nenhum impacto evidente na *performance* no segundo semestre do ano, após o referendo. Ainda que os britânicos tenham perdido poder de compra no estrangeiro, continuaram a escolher Portugal para o turismo, com as receitas a aumentarem 13% y/y no último ano. No entanto, importa ressaltar que as negociações entre o RU e a UE ainda não iniciaram e que a Primeira-Ministra, Theresa May, convocou eleições, a terem lugar no dia 8 de Junho data a partir da qual se definirão estratégias no processo de negociação entre o RU e a UE. Neste sentido, não há ainda a possibilidade de se vislumbrar de forma mais concreta consequências possíveis para Portugal decorrentes deste processo.

## TEMAS EM DESTAQUE

**REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO**

□ **Inesperadamente, no dia 18 de Abril, após a aprovação pelo Parlamento britânico do pedido formal de saída da União Europeia através da activação do artigo 50 do Tratado de Lisboa (que aconteceu a 29 de Março, depois de longo processo de discussão no Parlamento) e antes de se iniciarem os primeiros contactos entre o Reino Unido e a União Europeia com o objectivo de proceder efectivamente ao Brexit, a primeira-ministra britânica anunciou a convocação de eleições legislativas antecipadas para dia 8 de Junho, três anos antes do previsto. Theresa May nunca teve dúvidas – “*Brexit means Brexit*” – quanto ao caminho a percorrer depois do povo britânico ter votado em referendo a favor do Brexit, num desafio proposto e cumprido pelo anterior PM David Cameron. O que deveria ser a confirmação popular do projecto europeu pelo Reino Unido, fazendo calar os críticos e eurocépticos, acabou por ser o início do divórcio. Se ganhar as eleições pelo Partido Conservador, Theresa May virá reforçada a sua legitimidade para proceder ao Brexit, impondo um cunho pessoal e determinado, num contexto social e político de maior estabilidade.**

**O cenário político, as promessas e as sondagens**

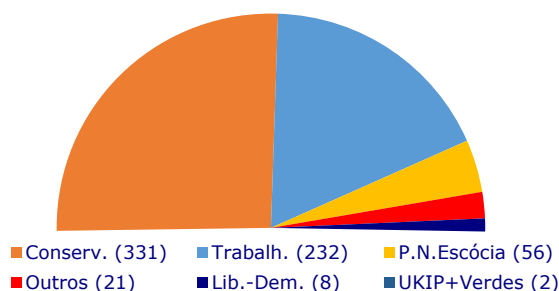
Ao chamar os britânicos às urnas, a PM pretende assegurar certezas e estabilidade na caminhada para o Brexit. Theresa May tem necessidade de sentir que o país está unido neste novo desafio e deseja igualmente que a representação política no Parlamento esteja à altura. Para já existe grande “ruído” e as posições assumidas pelos actuais partidos da oposição são, em certa medida, de confrontação – o Partido Trabalhista (Labour) ameaçou votar contra o acordo final com a UE; os Liberais Democratas (Lib Dem) pretendem limitar a acção do governo nos contactos com a UE; o Partido Nacional Escocês (SNP) indicou que irá votar contra o conjunto de legislação que será colocada a votação para formalmente afastar o Reino Unido da UE. Existe ainda a ameaça deste estado vir a referendar a sua secessão.

Embora as eleições sirvam para legitimar o primeiro-ministro e o governo que irá proceder ao Brexit, a campanha tem sido muito centrada em questões de política interna. E tem sido com base nas promessas eleitorais de cada um dos candidatos que se faz a adesão popular e se consolidam as tendências mostradas nas sondagens. Se o candidato a PM Jeremy Corbyn, do Partido Trabalhista, promete a abolição das propinas no ensino, creches gratuitas e a nacionalização dos transportes ferroviários, Theresa May pelos Conservadores mostrou abertura ao apoio domiciliário aos pensionistas. Tem sido igualmente debatida a segurança interna (de forma mais intensa depois do atentado de Manchester) e tem havido escassas referências ao Brexit que, segundo Theresa May, se iniciará 11 dias após as eleições. Nesta questão, May acusou a falta de preparação de Corbyn e reafirmou mais uma vez que não aceitará um acordo a tudo o custo com a UE.

Quanto aos *timings*, a convocação das eleições encurtou ainda mais o calendário do Brexit. Os contactos deviam ter começado em Maio e só vão iniciar-se no final de Junho, o que parece curto para que todos os pontos sejam discutidos, negociados e aprovados pelas duas equipas (o Brexit é considerado o mais importante e complexo processo constitucional do pós-guerra). O representante máximo da UE para as negociações, Michel Barnier, referiu recentemente que a data limite para o acordo será Outubro de 2018, para permitir que os parlamentos dos 27 estados-membros tenham tempo suficiente para o ratificar nos respectivos parlamentos (se não for prolongado o prazo, será menos de ano e meio de contactos). A tarefa mostra-se hercúlea, e é considerando que tudo correrá dentro do planeado, não descontando um *hard Brexit* (saída sem acordo). No que respeita aos efeitos económicos, por mais que se tente minimizar, eles existirão nos dois lados, possivelmente com maior expressão no Reino Unido, o país que sai. Existem já inúmeras empresas (algumas ligadas ao centro financeiro londrino) que começaram a implementar os planos de contingência e a deixar o país, querendo se manter dentro do mercado único. Outra questão que está a ser encarada como muito difícil é a chamada compensação monetária que o Reino Unido terá de pagar antes de sair. O Presidente da Comissão Europeia, Jean-Claude Juncker, referiu 50 mil milhões de libras, mas há quem fale em 100 mil milhões de libras. O negociador líder do lado britânico, David Davis, rejeitou tais valores.

A actual composição do Parlamento, em resultado das eleições de 2015, reparte-se do seguinte modo (total de 650 lugares): Partido Conservador com 331 deputados (50.9%); Partido Trabalhista com 232 lugares (35.7%); Partido Nacional da Escócia com 56 lugares (8.6%); Liberais-Democratas com 8 lugares (1.2%); UKIP com 1 lugar (0.2%); Os Verdes com 1 lugar (0.2%); restantes com 21 lugares (3.2%). Segundo as últimas sondagens, o Partido Conservador obterá 45%, seguindo-se o Partido Trabalhista com 35%, os Liberais-Democratas com 8.1%, o UKIP com 4.3% e os Verdes com 2.0%. Se este fosse o resultado eleitoral seria decepcionante do ponto de vista dos Conservadores já que baixariam a sua representatividade, sabendo-se que com o aproximar do acto eleitoral, tem-se

**Composição actual do Parlamento britânico  
(total de 650 lugares)**



## REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO (cont.)

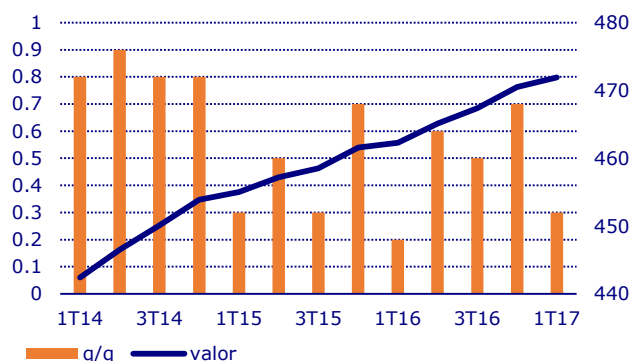
assistido a um estreitamento da diferença entre os dois principais partidos a favor dos Trabalhistas. A diferença existente no momento da convocação das eleições de quase 20 pontos desapareceu, sendo a diferença actual de 10 pontos, o que retira a "força" eleitoral desejada por Theresa May (pode perder a maioria absoluta).

### Actual cenário macroeconómico

Os previsões dos organismos internacionais para o crescimento do PIB após 2017, em termos anuais, são de abrandamento, pois está descontado o decorrer do processo de Brexit que deverá afectar o comportamento dos agentes económicos, nomeadamente ao nível do consumo e investimento interno. A Comissão Europeia (CE), nas suas mais recentes previsões, indicou a mesma taxa de crescimento de 2016, 1.8%, para 2017, devendo ocorrer um abrandamento para 1.3%, em 2018. Para já, o crescimento em cadeia no 1ºT17 pode ser considerado algo modesto, 0.3%, depois de 0.7% no 4ºT16. Nos últimos 9 anos, o maior contributo acumulado para o produto veio do sector dos serviços não financeiros, seguindo-se a manufatura e a construção. O menor contributo veio da agricultura, pescas, florestas e utilities. Também o sector da distribuição e os serviços financeiros tiveram contributos negativos, confirmando alguma degradação nesta área, possivelmente reflexo da crise financeira surgida no final de 2007. Parece-nos que com o Brexit, estes sectores serão igualmente prejudicados.

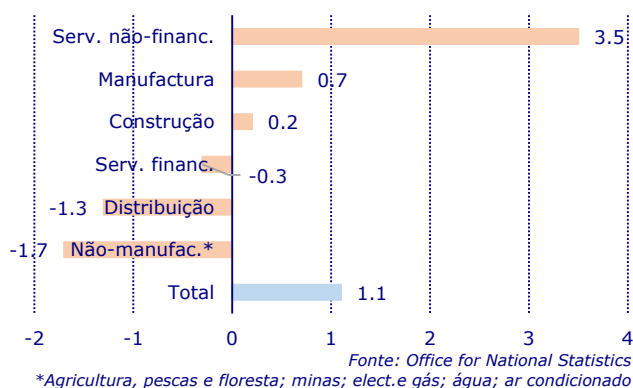
### PIB (ajust.sazonal.) e variação em cadeia

(mil milhões de GBP; q/q %)



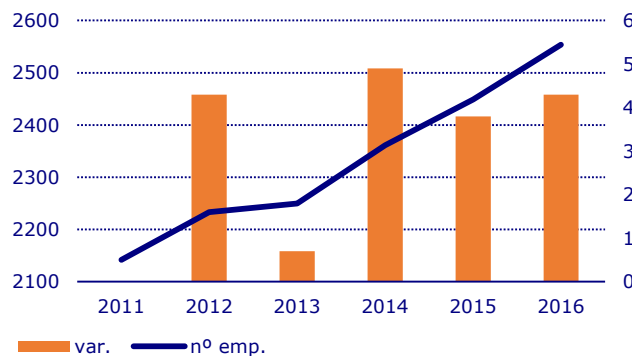
### Contribuições para o crescimento (output por hora), no período acumulado 1T08/4T16

(sazonalmente ajustado; %)



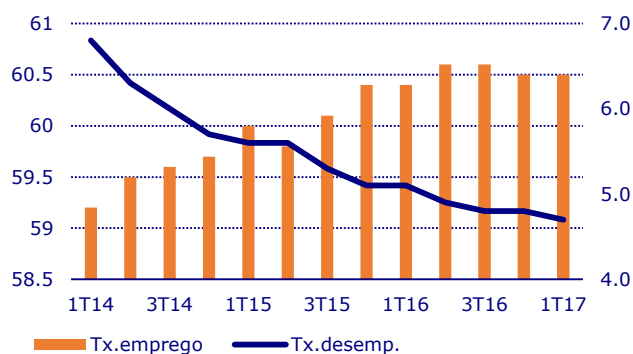
### Evolução do nº de empresas

(milhares; var.%)



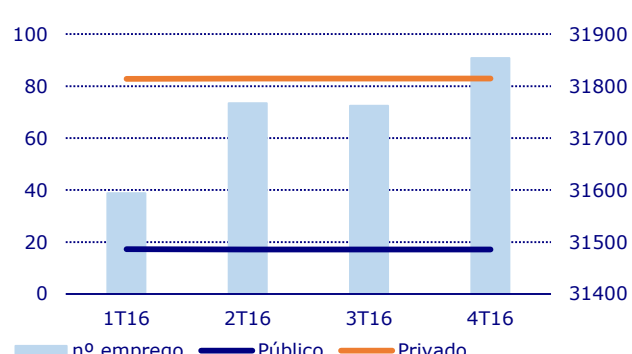
### Taxa de emprego e de desemprego

(%)



### Emprego total e peso do sector público e privado

(%; milhares)



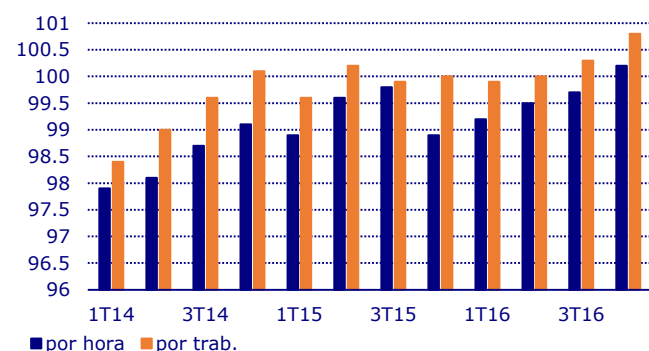
## TEMAS EM DESTAQUE

## REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO (cont.)

Ao nível das empresas, a sua criação mantém-se acentuada, contrariando algum pessimismo que possa existir. Tanto ao nível do número existente de empresas como a sua variação anual, a evolução tem sido bastante positiva nos últimos 3 anos. No entanto, com o Brexit, existe a possibilidade de poder haver um momento de abrandamento na sua criação dado o factor de incerteza.

## Produtividade (ajustada sazonalmente)

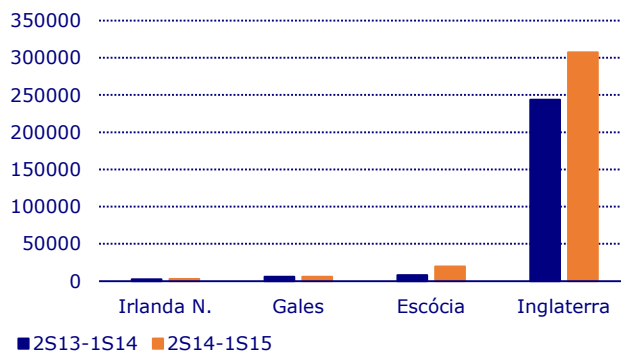
(índices; 4T2007=100)



Fonte: Office for National Statistics

## Saldo migratório internacional de longo prazo

(diferença entre entradas e saídas; nº de indivíduos)

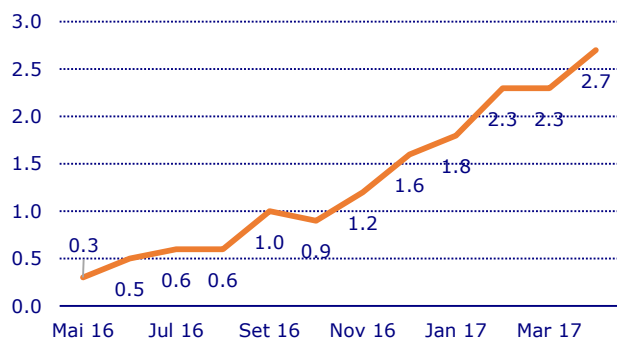


Fonte: Office for National Statistics

Quanto ao mercado de trabalho, a sua evolução tem sido positiva. A taxa de emprego estabilizou junto aos valores máximos alcançados em 2016, enquanto a taxa de desemprego mantém a tendência descendente. Globalmente e numericamente, o emprego total tem sido crescente. A CE reconhece alguma resiliência deste mercado, que deverá manter-se firme mesmo com o esperado abrandamento económico. Concorre para a actual *performance* económica a evolução bastante vantajosa da produtividade, que se encontra em níveis máximos dos últimos anos.

## Inflação

(variação anual; %)



Fonte: Office for National Statistics

## EUR/GBP

(x libras por euro)



Fonte: Reuters

Uma das grandes questões políticas que contribuíram para o resultado do referendo ao Brexit e que irão igualmente condicionar os resultados do próximo acto eleitoral é a imigração. Existe de facto, grande pressão de populações imigrantes, sobretudo em Inglaterra (com destaque para a área da capital). No entanto, perante a situação económica do reino e da evolução significativa do mercado de trabalho, parece haver margem para escoar tanto mão-de-obra qualificada como não-qualificada.

Acompanhando o actual momento económico, é notório o aumento da pressão inflacionista, que ainda é considerada benigna. Com as taxas de crescimento de emprego a estabilizarem em 2017 e 2018, o custo laboral deverá cair e estabilizar no mesmo período, retirando por esta via pressão na inflação. No entanto, a provável continuação do movimento de depreciação da libra poderá gerar inflação por via dos preços de importação. Recorde-se que o objectivo do Banco de Inglaterra são os 2.0% e a CE está a prever uma taxa de 2.6% em 2017 e 2018 (0.7% em 2016).

De facto, durante o processo de Brexit poderá ocorrer grande volatilidade nos câmbios da libra. O EUR/GBP tem vindo nos últimos dias a desenhar uma tendência de subida, que poderá se acentuar se forem testados dois importantes pontos de resistência em 0.88 e 0.91.

**REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO (cont.)**

O Reino Unido mostra maior dependência do comércio com a Zona Euro e com a UE, numa relação que se foi estreitando nos últimos anos, embora tenha negócios diversificados com outras partes do mundo, nomeadamente EUA e China. O Reino Unido exporta cerca de 44% do seu total para a UE e 56% para o resto do mundo. A balança de bens é deficitária para o Reino Unido, numa tendência de agravamento. No entanto, a depreciação da moeda poderá ajudar a encontrar um maior equilíbrio futuro. Existe, por isso, bastante curiosidade em saber como virão a ser acordadas as futuras transacções comerciais no contexto do Brexit. As autoridades britânicas costumam referir que este desafio poderá vir a ser um ganho para o país.

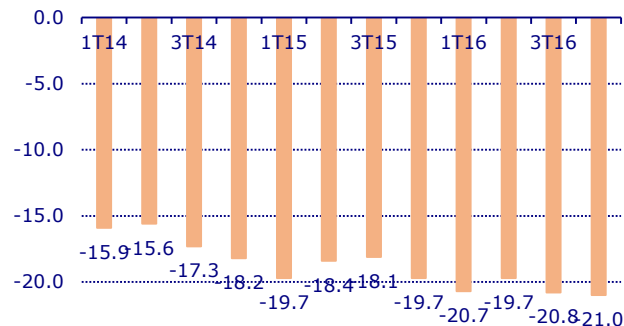
Ao nível da situação financeira, tem havido uma progressiva melhoria do défice fiscal face ao PIB, numa nítida convergência para os níveis desejados pela Zona Euro. Se em 2016 este chegou aos 3% do PIB, para 2017 está previsto o mesmo valor, e uma descida para 2.3% em 2018.

Já na dívida pública tem havido um gradual agravamento, encontrando-se à volta dos 89% do PIB em 2015 e 2016, o que denota uma provável estabilização. Para 2017 e 2018, a CE prevê o início da inversão, apontando 88.6% e 87.9%, respectivamente.

A terminar, referir que para o OE de 2016 da UE, o Reino Unido contribuiu com 13.45% do total, cerca de 21 mil milhões de euros (o terceiro maior valor, a seguir à Alemanha e a França). Corresponde a perto de 4.5% do PIB britânico. Esta foi uma das questões que foi esgrimida na campanha para o Brexit, em Junho do ano passado. Este valor foi prometido pelos políticos ser gasto directamente na economia, mas os custos (sobretudo imediatos) que surgirão com o Brexit (deverá ser mais caro o acesso aos diversos mercados) compensarão?

**Balança de bens com a Zona Euro**

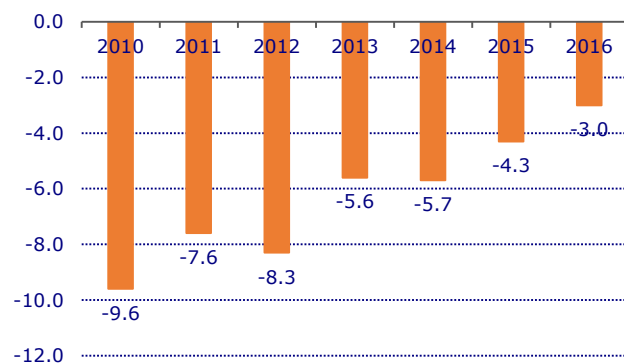
(mil milhões de libras)



Fonte: Office for National Statistics

**Saldo fiscal**

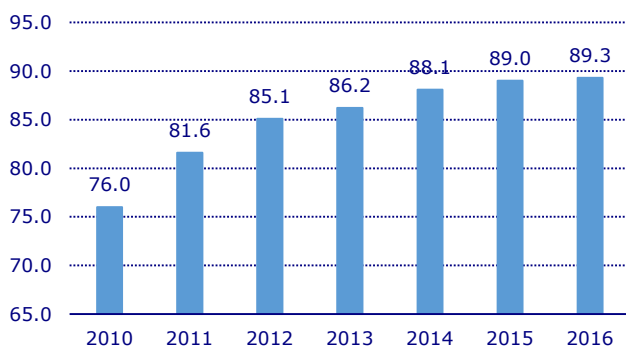
(% do PIB)



Fonte: Eurostat

**Dívida Pública**

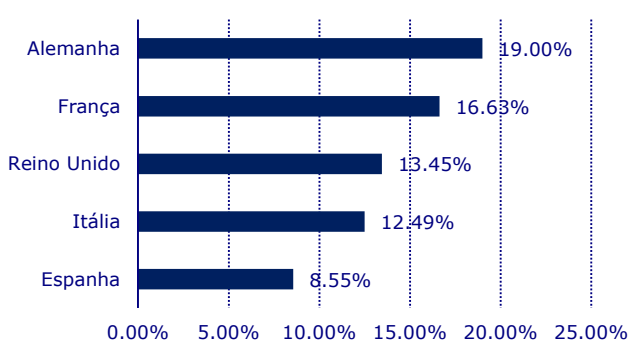
(% do PIB)



Fonte: Eurostat

**5 principais contribuintes para orçamento UE2016**

(% do Total)



Fonte: Eurostat

## TEMAS EM DESTAQUE

## REINO UNIDO REGRESSA ÀS ELEIÇÕES EM JUNHO (cont.)

## Evolução macroeconómica

|                                         | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017        | 2018        |
|-----------------------------------------|------|------|------|------|-------------|-------------|
| PIB (tx.var.)                           | 1.9  | 3.1  | 2.2  | 1.8  | <b>1.8</b>  | <b>1.3</b>  |
| PIB per capita (tx.var.)                | 1.3  | 2.3  | 1.4  | 1.1  | <b>1.0</b>  | <b>0.5</b>  |
| Consumo interno (tx.var.)               | 2.1  | 3.4  | 1.9  | 1.5  | <b>1.4</b>  | <b>0.7</b>  |
| Despesa privada (tx.var.)               | 1.6  | 2.2  | 2.4  | 2.8  | <b>1.8</b>  | <b>0.9</b>  |
| Despesa pública (tx.var.)               | 0.3  | 2.3  | 1.3  | 0.8  | <b>1.2</b>  | <b>0.7</b>  |
| Investimento total (tx.var.)            | 3.2  | 6.7  | 3.4  | 0.5  | <b>0.2</b>  | <b>0.3</b>  |
| Investimento em equipamento (tx.var.)   | 2.5  | 6.8  | 4.7  | 1.7  | <b>-0.8</b> | <b>0.3</b>  |
| Investimento público (% do PIB)         | 2.6  | 2.8  | 2.7  | 2.6  | <b>2.6</b>  | <b>2.6</b>  |
| Deflactor do consumo privado (tx.var.)  | 2.3  | 1.7  | 0.3  | 1.1  | <b>2.6</b>  | <b>2.6</b>  |
| Taxa de inflação harmonizada (tx.var.)  | 2.6  | 1.5  | 0.0  | 0.7  | <b>2.6</b>  | <b>2.6</b>  |
| Termos de troca de bens (tx.var.)       | 1.4  | -0.4 | -1.5 | 2.3  | <b>-1.9</b> | <b>-0.8</b> |
| População total (tx.var.)               | 0.6  | 0.8  | 0.8  | 0.7  | <b>0.7</b>  | <b>0.7</b>  |
| Emprego total (tx.var.)                 | 1.2  | 2.4  | 1.8  | 1.4  | <b>0.6</b>  | <b>0.4</b>  |
| Taxa de desemprego (%)                  | 7.6  | 6.1  | 5.3  | 4.8  | <b>5.0</b>  | <b>5.4</b>  |
| Produtividade do trabalho (tx.var.)     | 0.7  | 0.7  | 0.4  | 0.4  | <b>1.2</b>  | <b>0.8</b>  |
| Despesas do Estado (% do PIB)           | 44.7 | 43.7 | 42.9 | 42.1 | <b>41.8</b> | <b>41.3</b> |
| Receitas do Estado (% do PIB)           | 39.1 | 38.1 | 38.5 | 39.1 | <b>38.8</b> | <b>39.0</b> |
| Saldo fiscal (% do PIB)                 | -5.6 | -5.7 | -4.3 | -3.0 | <b>-3.0</b> | <b>-2.3</b> |
| Saldo primário (% do PIB)               | -2.7 | -3.0 | -2.0 | -0.5 | <b>-0.5</b> | <b>0.1</b>  |
| Dívida pública (% do PIB)               | 86.2 | 88.1 | 89.0 | 89.3 | <b>88.6</b> | <b>87.9</b> |
| Poupança nacional bruta (% do PIB)      | 12.3 | 12.7 | 13.1 | 13.5 | <b>13.7</b> | <b>14.3</b> |
| Taxa de poupança das famílias (%)       | 6.7  | 6.8  | 6.5  | 5.2  | <b>4.2</b>  | <b>3.8</b>  |
| Exportação de bens e serviços (tx.var.) | 1.1  | 1.5  | 6.1  | 1.8  | <b>3.4</b>  | <b>3.0</b>  |
| Importação de bens e serviços (tx.var.) | 3.4  | 2.5  | 5.5  | 2.8  | <b>2.0</b>  | <b>1.2</b>  |
| Saldo comercial (% do PIB)              | -6.9 | -6.7 | -6.4 | -6.9 | <b>-7.4</b> | <b>-7.3</b> |
| Saldo corrente (% do PIB)               | -4.4 | -4.7 | -4.3 | -4.4 | <b>-3.9</b> | <b>-3.2</b> |

Fonte: Comissão Europeia

## ZONA EURO CONSOLIDA CICLO DE EXPANSÃO

□ Perante expectativas mais positivas em relação à evolução económica da Zona Euro, suportadas pelos dados que vão sendo divulgados, a Comissão Europeia (CE) mostra-se mais optimista no seu relatório de previsões de Primavera. Facto relevante é a Europa no seu todo estar a entrar no quinto ano de expansão, apesar dos riscos e da elevada incerteza existentes. A CE confirma que o crescimento económico se mantém a um ritmo constante, suportado pelas políticas macroeconómicas implementadas que permitem a criação de emprego, o aumento da confiança dos agentes económicos, maior dinâmica no comércio mundial e um euro competitivo. Contudo, faltam factores que permitam a aceleração da dinâmica produtiva, nomeadamente ao nível do investimento e dos salários, que se mostram limitados, ao mesmo tempo que empresas e bancos necessitam ainda de fazer ajustamentos nos seus balanços. Também factores de ordem política (concentração de actos eleitorais importantes) na Europa foram decisivos no adiar de decisões de investimento e na adição de incerteza aos mercados, mas que se foram desvanecendo.

### Comissão Europeia - Previsões de Primavera 2017

|           | PIB real |      |      | Inflação |      |      | Desemprego |      |      | Balança corrente* |      |      | Saldo fiscal* |      |      |
|-----------|----------|------|------|----------|------|------|------------|------|------|-------------------|------|------|---------------|------|------|
|           | 2016     | 2017 | 2018 | 2016     | 2017 | 2018 | 2016       | 2017 | 2018 | 2016              | 2017 | 2018 | 2016          | 2017 | 2018 |
| Zona Euro | 1.8      | 1.7  | 1.8  | 0.2      | 1.6  | 1.3  | 10.0       | 9.4  | 8.9  | 3.4               | 3.0  | 2.9  | -1.5          | -1.4 | -1.3 |
| Alemanha  | 1.9      | 1.6  | 1.9  | 0.4      | 1.7  | 1.4  | 4.1        | 4.0  | 3.9  | 8.5               | 8.0  | 7.6  | 0.8           | 0.5  | 0.3  |
| França    | 1.2      | 1.4  | 1.7  | 0.3      | 1.4  | 1.3  | 10.1       | 9.9  | 9.6  | -2.3              | -2.4 | -2.5 | -3.4          | -3.0 | -3.2 |
| Itália    | 0.9      | 0.9  | 1.1  | -0.1     | 1.5  | 1.3  | 11.7       | 11.5 | 11.3 | 2.6               | 1.9  | 1.7  | -2.4          | -2.2 | -2.3 |
| Espanha   | 3.2      | 2.8  | 2.4  | -0.3     | 2.0  | 1.4  | 19.6       | 17.6 | 15.9 | 1.9               | 1.6  | 1.6  | -4.5          | -3.2 | -2.6 |
| Irlanda   | 5.2      | 4.0  | 3.6  | -0.2     | 0.6  | 1.2  | 7.9        | 6.4  | 5.9  | 4.7               | 4.8  | 5.0  | -0.6          | -0.5 | -0.3 |
| Grécia    | 0.0      | 2.1  | 2.5  | 0.0      | 1.2  | 1.1  | 23.6       | 22.8 | 21.6 | -0.5              | -0.5 | -0.3 | 0.7           | -1.2 | 0.6  |
| Portugal  | 1.4      | 1.8  | 1.6  | 0.6      | 1.4  | 1.5  | 11.2       | 9.9  | 9.2  | 0.5               | 0.5  | 0.5  | -2.0          | -1.8 | -1.9 |

Nota: (\*) em % do PIB.

Segundo as previsões da CE, a taxa de crescimento na Zona Euro não deverá ultrapassar os 1.8% em 2016, prevendo-se 1.7% em 2017 e 1.8% em 2018. Valores bem mais modestos dos que os previstos para os EUA, 2.2% e 2.3% para o mesmo período. Já para a economia mundial, a CE adiantou taxas de 3.4% e 3.6% em 2017 e 2018, respectivamente. Para além de valores de inflação considerados mais adequados ao actual nível de crescimento (os perigos deflacionistas foram debelados), está previsto o acentuar da tendência decrescente da taxa de desemprego, já que a criação de emprego é outro dos aspectos positivos do presente dinamismo, permitindo que seja exactamente o consumo privado o principal impulsionador do crescimento. Quanto ao investimento, este deverá manter-se contido, já que a incerteza continuará a pesar nas decisões, apesar de existirem melhores condições de financiamento. No entanto, o melhor ambiente económico internacional deverá incentivar os sectores exportadores dos países do euro, devendo suscitar o interesse dos investidores.

A CE considera os riscos mais balanceados, comparativamente ao relatório de Inverno, embora não tenham desaparecido os riscos descendentes. É dada maior importância aos riscos externos que internos, concretamente ao nível das políticas económicas e comerciais dos EUA, para além de tensões geopolíticas. São ainda indicados riscos ao nível de desequilíbrios potenciais com o ajustamento do modelo económico chinês e vulnerabilidades noutras economias emergentes. Ao nível doméstico, com o desanuviar da incerteza política em importantes economias europeias, aguarda-se uma melhoria da confiança com efeitos na procura interna. No entanto, a CE mantém como riscos não negligenciáveis o processo de Brexit e as fragilidades do sector bancário na Zona Euro, embora se encontre em melhor situação do que há uns anos atrás.

Para Portugal, a CE está a prever taxas de crescimento de 1.8% em 2017 e 1.6% em 2018 (taxa semelhante à verificada em 2016), idênticas às taxas indicadas pelo Banco de Portugal. De facto, o maior dinamismo iniciado na segunda metade de 2016, liderado tanto pelo consumo privado como pelas exportações, deverá atingir a sua expressão máxima em 2017, devendo estabilizar em 2018. Também o investimento ressurgiu, sobretudo associado ao sector da construção. Mas a CE considera que ainda se mantêm os riscos relativos ao sistema bancário e vulnerabilidades a choques externos.

Os recentes indicadores económicos, que confirmam o maior crescimento em nove anos, mas também o aumento da inflação, mostram igualmente maior robustez na criação de emprego. Este facto, associado ao aumento do salário mínimo nacional, deverá contribuir para a manutenção de um consumo forte. Contudo, alguns dos aspectos não são tão positivos e tornam o cenário mais misto, sendo detectável um abrandamento na importação de bens de capital que suscita dúvidas quanto ao retorno do investimento em equipamento produtivo. Também não se espera grande alteração ao nível do crédito, com a CE a considerar uma modesta recuperação. Inversamente, espera-se o início da recuperação do investimento público.

**TEMAS EM DESTAQUE**

**ZONA EURO CONSOLIDA CICLO DE EXPANSÃO (cont.)**

As exportações deverão continuar a beneficiar da maior procura externa, enquanto que o forte crescimento das importações indica a retoma do investimento. O turismo deverá manter-se forte, tendo a entrada de capitais ligada ao sector significado cerca de 7% do PIB em 2016. Em termos do saldo corrente, prevê-se a estabilização do superávite em cerca de 0.5% do PIB entre 2016 e 2018. Quanto aos rácios do défice fiscal e da dívida pública em relação ao PIB espera-se uma melhoria: o défice fiscal, depois de alcançado 2.0% do PIB em 2016, poderá baixar para 1.8% em 2017 e manter-se em 1.9% em 2018; já a dívida deverá iniciar a tendência descendente prevista – depois de 130.4% do PIB em 2016, poderá alcançar 128.5% em 2017 e 126.2% em 2018.

## O FACTOR TRUMP

□ Um dos principais factores de mercado dos últimos meses tem sido o Presidente Donald Trump, desde que foi eleito e que tomou posse (8.Nov.2016 e 20.Jan.2017), mas com consequências opostas durante todo este período. Se no início, a surpresa da sua eleição e as medidas defendidas na sua campanha eleitoral levaram os investidores a refugiarem-se no dólar e a procurar activos de maior risco, a falta das aguardadas políticas de saúde (remoção do *Obamacare* e introdução de novas regras de acesso à saúde) e fiscais (mais benéficas para as famílias e empresas comparativamente às anteriores e baseadas, sobretudo, na descida de impostos) que anunciavam uma expressiva recuperação económica está a gerar incerteza e a fazer adiar uma actuação mais pró-activa dos investidores norte-americanos (com contágio para outros espaços económicos) e a criar volatilidade nos mercados. Além disso, questões políticas adicionais (intromissão e conflito com o FBI) estão presentemente a fragilizar a posição política do Presidente, com potenciais reflexos ao nível da prossecução da agenda económica do executivo ao nível do Congresso. E agora o “Trump da esperança económica” está a ceder lugar ao “Trump do receio”, com reflexos negativos nos mercados financeiros.

De facto, a actual turbulência política, que passa por questões importantes como a demissão do Director do FBI James Comey e a provável obstrução à justiça, é potencialmente ofensiva e justificadora de uma acção de “*impeachment*”. É grave porque toda esta questão tem implicações com a Rússia, país que ainda é visto pela opinião pública norte-americana, e não só, como país não amigo. A questão passa por saber que relações existiram entre a campanha do candidato Trump e a Rússia. Para já e no curto prazo esta questão está a ser encarada pelos mercados como factor importante de incerteza e gerador de volatilidade.

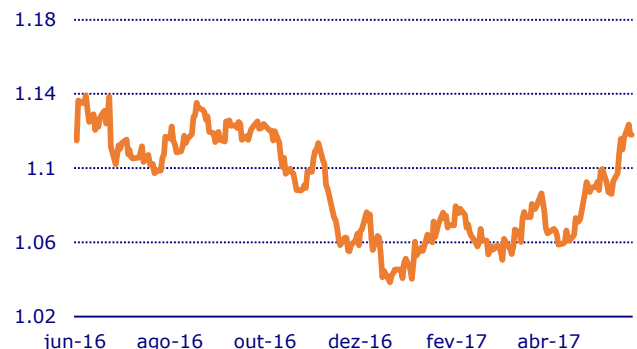
Tudo isto está a erodir politicamente o Presidente que, mais fragilizado como nunca durante o ainda curto período de vida da sua Administração, tem ainda uma agenda económica a cumprir e a fazer passar no Congresso. Com efeito, embora os Republicanos tenham a maioria, nem todos têm aprovado as políticas defendidas por Trump (veja-se o revés ocorrido aquando da remoção do *Obamacare*). O atraso na apresentação do importante plano de reforma fiscal, assim como a agenda de lançamento de infraestruturas, estão igualmente a criar desconforto ao nível dos agentes políticos e económicos. A importante redução de impostos prevista e o relançamento das obras públicas são vistos como essenciais para suportar um crescimento económico superior ao actual. Quanto aos efeitos imediatos nos mercados, o EUR/USD encontra-se em níveis de Novembro de 2016, perto de 1.12 tendo, nos últimos dias, subido cerca de 4% (depreciação do dólar contra o euro). Recorde-se que no início do ano o EUR/USD era transaccionado no patamar dos 1.05. Mas a tendência de subida mais acentuada do EUR/USD não se explica só pelo chamado “factor Trump”. Enquanto, os EUA hesitam num crescimento e dinâmica de actividade ainda mais expressivo (embora o mercado de trabalho esteja muito perto de uma situação de pleno emprego), a Europa mostra sinais de relançamento económico, havendo um ambiente bastante favorável a envolver a maioria dos motores da Zona Euro. Tem sido evidente a revisão em alta do crescimento em 2017 e 2018 feito pela maioria das organizações internacionais. Entretanto, a maioria dos desequilíbrios financeiros existentes nos países mais “frágeis” do euro têm vindo a ser resolvidos, de forma gradual. Foi igualmente importante a diminuição do risco político na Europa (sobretudo para o projecto europeu e para o euro) a eleição de Emmanuel Macron para a presidência francesa, derrotando a problemática candidatura de Marine Le Pen.

Ao nível das *yields* entre a dívida dos dois lados do Atlântico, o diferencial tem vindo a estreitar a favor do euro. A *yield* do *Bund* a 10 anos encontra-se nos 0.375%, que compara com a *yield* do *Treasury* em 2.25%. No início do ano, as *yields* destes dois activos encontravam-se em 0.20% e 2.50%, respectivamente. Já ao nível dos índices bolsistas americanos, encontram-se presentemente a efectuar movimentos de correcção, depois do registo de máximos recorde nas últimas semanas. Acredita-se que esse movimento não está de todo esgotado. Aguarda-se agora uma ideia mais clara acerca da continuidade, ou não, da turbulência política em Washington e seus desenvolvimentos, com efeito na gestão do risco por parte dos investidores.

**Agostinho Leal Alves**

### Acentuou-se a tendência de subida do EUR/USD

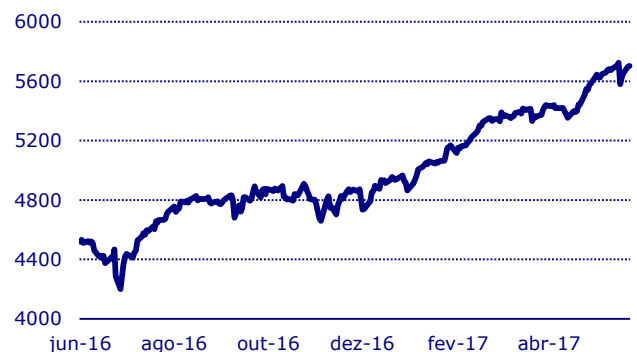
(x dólares por euro)



Fonte: Reuters

### Nasdaq corrigiu após o registo de valores recorde

(pontos)



Fonte: Reuters



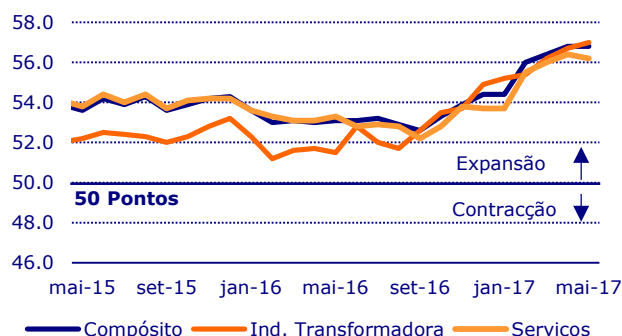
## ZONA EURO - SINAIS POSITIVOS PARA O INÍCIO DO 2T

□ **A actividade económica na Zona Euro continua a evidenciar sinais positivos no segundo trimestre do ano.** O indicador PMI compósito da área do euro manteve o mesmo valor de Abril, 56.8 pontos; o indicador para a indústria transformadora aumentou em 0.3 pontos para 57.0, enquanto o do sector dos serviços diminuiu em 0.2 pontos para 56.2. Adicionalmente, foram registados valores máximos dos últimos seis anos na Alemanha e em França de, respectivamente, 57.3 e 57.5 pontos. Contudo, a liderar esta melhoria estão sectores distintos: na Alemanha, a indústria chegou aos 57.3 pontos, acima do previsto, enquanto em França, os serviços destacaram-se, alcançando uns inesperados 58.0 pontos. **Apesar da actividade económica continuar a expandir nos primeiros meses de 2017, o ritmo de crescimento fica aquém do sugerido pelos indicadores PMI:** na Alemanha, o crescimento económico foi de 1.7% em termos homólogos no 1T, o que representa uma ligeira desaceleração face ao 4T16 (1.8% y/y); na França, também foi possível assistir a um abrandamento, passando de 1.2% y/y no 4T16 para 1.0% y/y no 1T17; em Espanha, o ritmo de crescimento estabilizou em 3.0% no primeiro trimestre do ano. **Os indicadores positivos para a actividade económica, a par de um contexto menos incerto em termos políticos, têm impulsionado os indicadores de sentimento económico e de confiança dos consumidores.** Exemplo disso é o aumento do indicador Ifo para a Zona Euro em Junho, em 9.2 pontos para 26.4, com um crescimento substancial do sub-índice que avalia as condições actuais (+13.9 pontos para 21.9). Cenário semelhante é apontado pelo indicador Sentix, onde o índice geral aumentou em 3.45 pontos para 27.4 em Maio.

□ **A taxa de inflação desacelerou consideravelmente em Maio.** Assim, o índice de preços do consumidor aumentou em 1.4% y/y (dados preliminares; os dados finais serão publicados a 16 de Junho), enquanto no mês anterior o crescimento tinha sido de 1.9% y/y. A desaceleração do ritmo de crescimento dos preços era antecipada, dados os efeitos de base que impulsionaram a taxa para níveis próximos do objectivo do BCE nos meses anteriores. Os preços dos bens energéticos aumentaram em 4.6% y/y, o que compara com 7.6% y/y em Abril. Excluindo os bens mais voláteis, a taxa de inflação core diminuiu em 0.3 pontos percentuais para 0.9%.

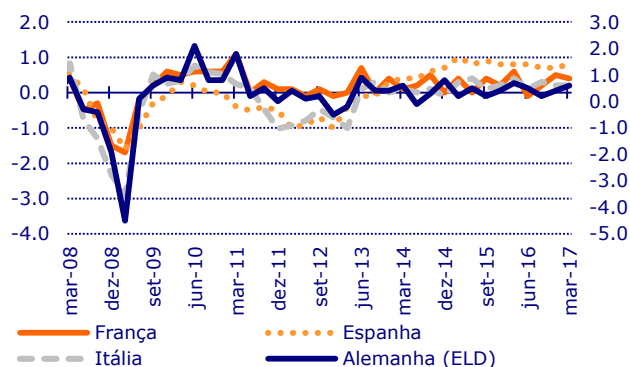
### Indicadores PMI continuam a apontar para uma dinâmica favorável da economia da região

(pontos)



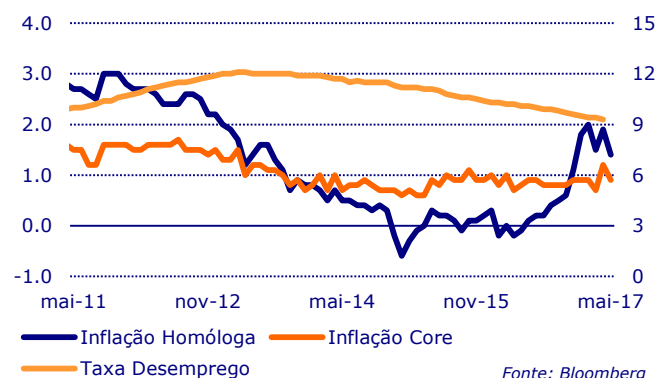
### Crescimento Económico das principais economias da área do euro

(yoy%; yoy%)



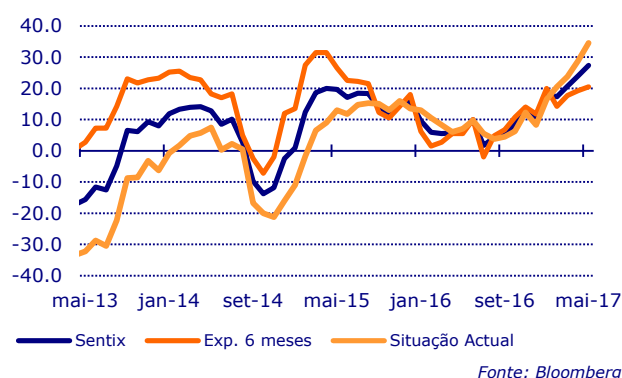
### Desempenho da taxa de inflação na 2ª metade do ano deverá estar sujeito ao alívio dos efeitos de base

(variação yoy%; %)



### Ind. de sentimento económico apontam para contexto mais favorável, em linha com menores riscos políticos

(pontos)



## ECONOMIAS

**ANGOLA – SALDO COMERCIAL MELHOROU EM 2016, RESERVAS CONTINUAM EM QUEBRA**

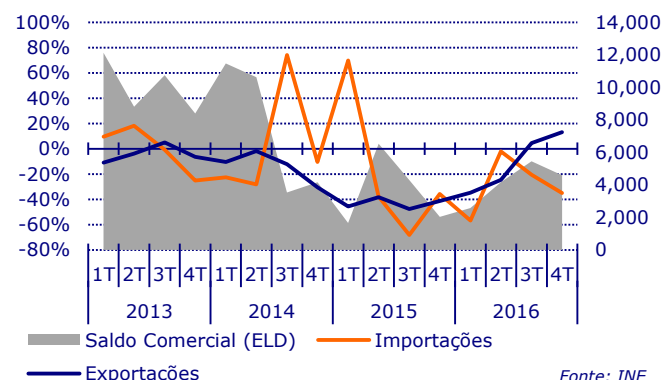
□ **O preço médio do barril de petróleo exportado por Angola diminuiu em Abril face ao mês anterior, ainda que mantendo uma comparação positiva face a igual mês de 2016.** O preço médio subiu 41% yoy, enquanto a produção média diária caiu em cerca de 14% para 1.62 milhões de barris diários (mbd). Em resultado destes factores, as receitas de exportação aumentaram cerca de 22% yoy. Por outro lado, as receitas orçamentais, medidas em dólares, cresceram 37% em termos homólogos, beneficiando do aumento considerável das receitas da concessionária Sonangol, que registou um incremento superior a 49% yoy. **Para o resto do ano, melhorou um pouco a expectativa de sustentabilidade dos preços, tendo em conta a decisão da OPEP de prolongar os cortes de produção de petróleo por mais nove meses, até Março de 2018.** Em resultado desta decisão, o preço do Brent corrigiu nos mercados para valores perto dos USD 52, em linha com eventuais expectativas de que o acordo pudesse incluir cortes de produção mais significativos.

□ **O saldo comercial melhorou consideravelmente nos últimos três meses de 2016, em comparação com igual período do ano anterior.** Tendo por base os dados em dólares, o saldo aumentou em cerca de USD 2.6 mil milhões face ao mesmo período de 2015, para USD 4.6 mil milhões. As exportações subiram 13% yoy, o que é explicado pelas vendas ao exterior de combustíveis, que beneficiaram da recuperação dos preços do petróleo nos últimos meses do ano, após a decisão do acordo inicial da OPEP. Por sua vez, as importações continuaram a cair no último trimestre de 2016 (-35% yoy). Destaca-se a queda das importações de combustíveis (-55% yoy), metais comuns (-64% yoy) e máquinas equipamentos e aparelhos (-31% yoy). **Para o total do ano, é possível antecipar, face aos dados trimestrais divulgados, uma melhoria do saldo comercial em cerca de 16% face a 2015.** As exportações registaram uma queda de 12% yoy, enquanto as importações caíram 34% yoy. É de realçar que o peso dos combustíveis nas exportações totais diminuiu, de 96.2% em 2015 para 93.0% no ano passado, sendo um começo do processo de diversificação.

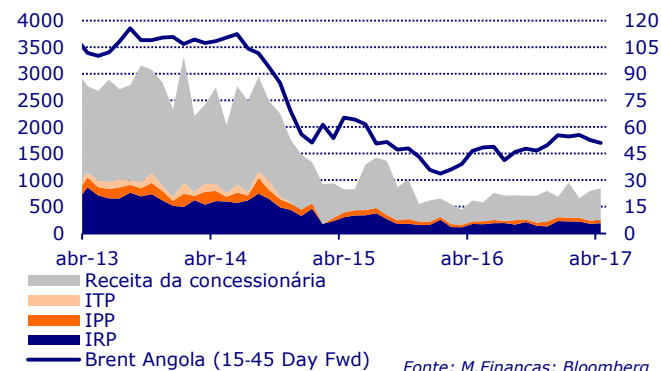
□ **Em sentido negativo, as reservas internacionais líquidas voltaram a sofrer uma quebra para USD 18.4 mil milhões, o nível mais baixo desde Março de 2011.** Se as reservas continuarem a cair ao ritmo dos últimos 2 meses, ver-se-á renovada a pressão para uma nova desvalorização da moeda angolana. **A inflação voltou a abrandar em termos homólogos, fixando-se em 36.33% yoy, menos 1.51 pontos percentuais em relação a Março.**

**Saldo melhorou no final de 2016, com exportações a subir e importações em quebra**

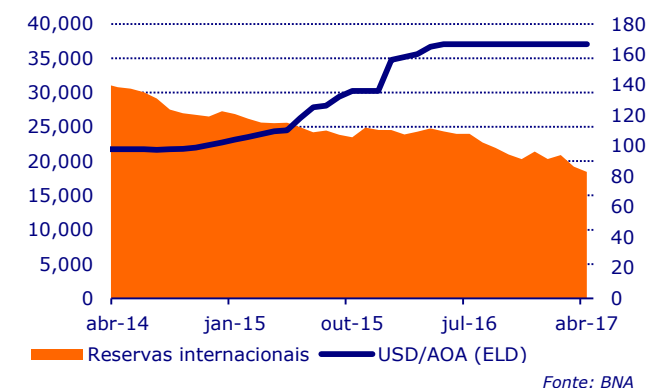
(y-o-y%; milhões USD)

**Receitas fiscais petrolíferas sobem em relação ao período homólogo em Abril**

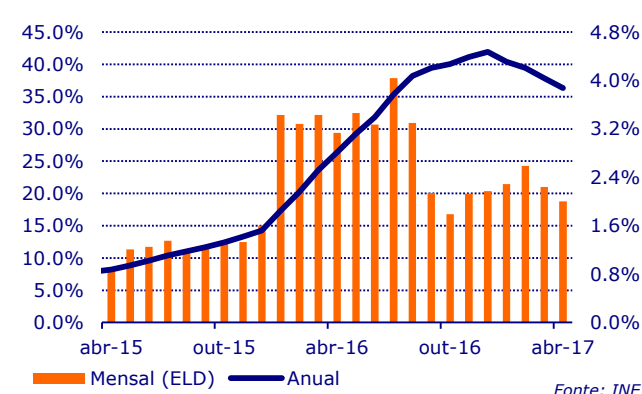
(milhões de USD; USD)

**Reservas voltaram a sofrer uma quebra significativa em Abril**

(milhões USD; x kwanzas por USD)

**Inflação prossegue lenta descida**

(percentagem)



## ECONOMIAS

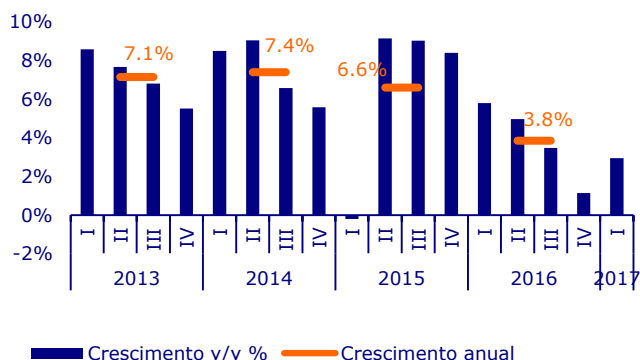
## MOÇAMBIQUE – CRESCIMENTO ECONÓMICO EM TORNO DE 3% Y/Y NO 1T17

□ **Crescimento económico recupera algum do dinamismo perdido no último trimestre de 2016, mas mantém-se longe do ritmo de expansão de trimestres anteriores.** De acordo com os dados do Gabinete de Estatísticas de Moçambique, o produto interno bruto cresceu 2.9% em termos homólogos no 1T de 2017, uma aceleração face à taxa registada no 4T do ano anterior, de 1.1%. No entanto, este continua a ser dos ritmos mais baixos da série, comparado apenas com o 4T de 2008 (e com excepção para o 1T15, onde se registou uma ligeira contracção). O sector secundário registou uma forte contracção, -10% y/y, tal como tinha acontecido no 4T de 2016; a indústria transformadora contraiu 4%, uma ligeira melhoria face aos últimos dois trimestres, enquanto a contracção da actividade nos sectores de electricidade, água & gás e construção agravou-se no 1T deste ano. No caso do sector primário, o destaque vai para a indústria extractiva, onde o crescimento excedeu os 40% y/y. Em causa deverá estar a actividade da Vale; de acordo com a informação publicada pela empresa, a produção de carvão aumentou em 53.7% no 1T de 2017, face ao trimestre anterior, e 170.4% em termos homólogos. Por fim, o sector terciário expandiu 5.5%y/y no primeiro trimestre do ano, com os serviços financeiros a manterem um ritmo de crescimento superior a 20% y/y; o comércio e o sector dos transportes e comunicações recuperaram terreno em comparação com o trimestre precedente.

□ **O Metical continua a registar uma tendência ascendente face ao dólar, reflectindo a política monetária e o aumento das exportações.** Apesar do menor crescimento económico, da avaliação das agências de *rating* e do congelamento das ajudas financeiras dos países doadores, o Metical tem seguido uma trajectória ascendente desde finais de 2016. Em causa deverá estar a política monetária fortemente restritiva, principalmente as últimas medidas adoptadas em Outubro de 2016, assim como o comportamento do comércio internacional de bens. As exportações têm beneficiado da recuperação dos preços dos minerais nos mercados internacionais, especialmente o carvão e o alumínio, e do aumento da produção; as importações, por outro lado, continuam limitadas pela fraca procura interna. De acordo com o Banco de Moçambique, as exportações aumentaram em 34.7% y/y no 1T17, enquanto as importações caíram em 17.9% y/y em igual período. Este cenário favorece a constituição de reservas; de acordo com os dados de Março, as reservas internacionais líquidas recuperaram em USD 65 milhões face a Fevereiro, para USD 1.81 mil milhões, o equivalente a 3.9 meses de importações, incluindo megaprojectos.

**Produto Interno Bruto cresceu em torno de 3% y/y no 1T17**

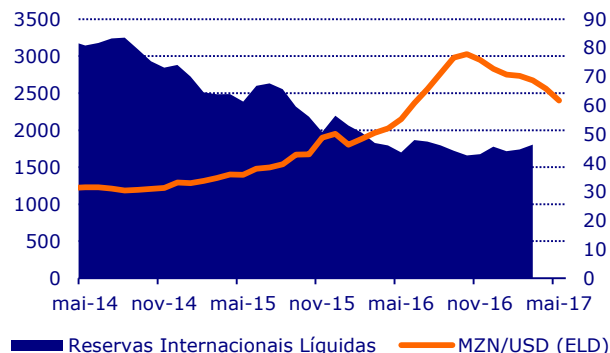
(variação homóloga)



Fonte: INE

**Reservas têm recuperado nos últimos meses, impulso dado pelas exportações e pela política monetária**

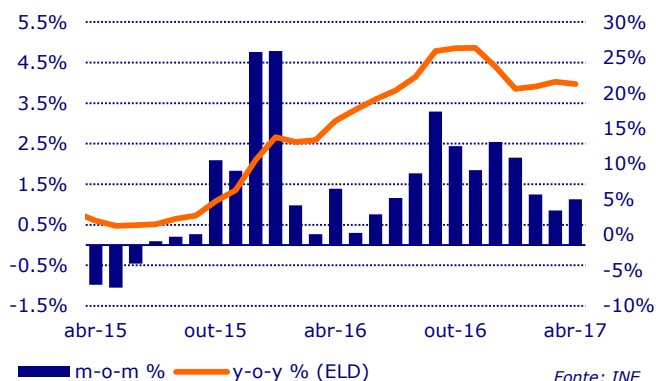
(milhões USD; x Meticals por USD)



Fonte: Banco de Moçambique; Bloomberg

**Taxa de inflação homóloga acima de 21% em Abril, pelo segundo mês consecutivo**

(mom%; yoy%)



Fonte: INE

**Yield da emissão reestruturada da EMATUM abaixo de 20%**

(milhões USD; x Meticals por USD)



Fonte: Bloomberg



## , MERCADO CAMBIAL

## MERCADOS

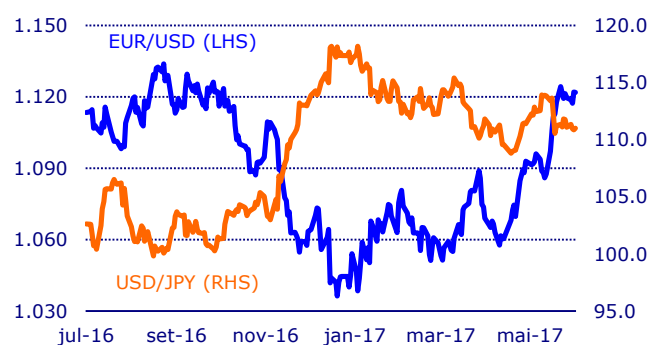
**DÓLAR MAIS FRACO E EURO GANHA BRILHO**

□ **Ultrapassado perto de metade do ano, confirmaram-se e acentuaram-se tendências nos câmbios que pareciam improváveis numa perspectiva inicial de médio/longo prazo.** O índice do dólar (DXY) em relação ao cabaz de moedas que contempla o euro, o iene, a libra, o dólar canadense, a coroa sueca e o franco suíço verificou uma queda de 7% em cinco meses, ao mesmo tempo que o EUR/USD subiu perto de 9%, acentuando a tendência ascendente. Este processo de depreciação do dólar e apreciação do euro de forma tão acentuada não estava previsto – as diferenças de ciclo económico e de políticas monetárias entre os dois lados do Atlântico pareciam permanentes e decisivas na manutenção de um dólar forte e de um euro debilitado. **No entanto, surgiram factores de mercado adicionais que acabaram por condicionar de forma diferente a evolução destas duas moedas de referência:** a eleição em Novembro do Presidente Trump trouxe um aparente ambiente económico favorável, dadas as promessas feitas em campanha do relançamento do investimento em infra-estruturas e do surgimento de uma nova política fiscal mais benéfica às empresas e famílias norte-americanas. Só que, até ao momento, nada do prometido foi ainda feito e o clima é agora de significativa decepção. Também os mais recentes dados económicos relativos aos EUA confirmam o crescimento moderado, que poderia ser superior, embora o mercado de trabalho mostre a melhor *performance* dos últimos anos; a Europa, por turno, tem vindo a prosseguir de forma suportada e gradual no ciclo económico. Este crescimento resulta das actuais condições monetárias expansionistas, implementadas pelo BCE, que deverão permanecer durante mais algum tempo. Será possível que só para o próximo ano possa surgir a remoção de algumas medidas e iniciar-se o processo de normalização dos juros. Ficou recentemente claro, pelas afirmações de Mario Draghi, que primeiro ocorrerá o *tapering* e só depois a subida das taxas de juro (chegou a especular-se um processo simultâneo); mas o factor que teve impacto mais imediato foi o resultado das eleições presidenciais em França. O risco político diminuiu de forma considerável com a vitória do candidato pró-europeu Emmanuel Macron, libertando o euro de incerteza e instabilidade relativa ao projecto europeu; recentemente a descida da inflação global homóloga de 1.9% para 1.4% e a *core* de 1.2% para 1.0%, na Zona Euro, gerou algum desconforto. Mas o confirmado crescimento económico, com inflação controlada, não deixa de ser do agrado dos mercados.

□ **O processo de Brexit teve inesperadamente uma nova barreira, a convocação de eleições legislativas no Reino Unido, dia 8 de Junho, de forma a legitimar os dirigentes políticos que irão implementar tão complexa situação.** Tal como temos previsto, com o surgimento de previsíveis dificuldades, a libra deverá depreciar-se. No momento, a questão mais importante é saber se Theresa May mantém ou perde a maioria parlamentar, jogando-se tanto a sua força política como negocial.

**EUR/USD acentua subida e aproxima-se de área de resistência; USD/JPY consolida actuais valores**

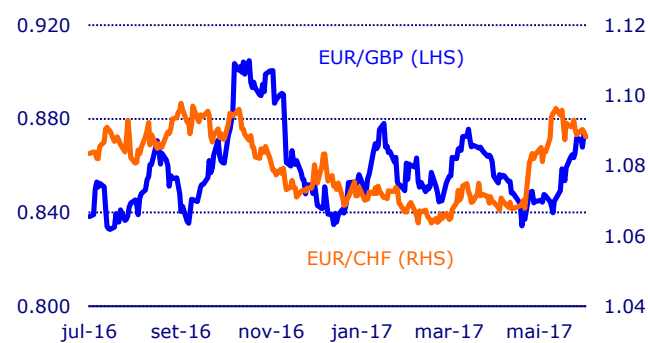
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

**EUR/GBP em máximos de curto prazo; EUR/CHF mais volátil, com banco central a esvaziar pressão**

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



Fonte: Reuters, BPI

**USD e CHF sobrevalorizados em relação ao EUR; inversamente, GBP e JPY subavaliados face ao EUR**

02.Jun.2017

|         | PPC    | SPOT   | % SOBRE (+) OU SUB (-)<br>VALORIZAÇÃO DO EUR |
|---------|--------|--------|----------------------------------------------|
| EUR/USD | 1.1262 | 1.1219 | -0.38%                                       |
| EUR/JPY | 120.87 | 124.53 | 3.03%                                        |
| EUR/GBP | 0.7835 | 0.8723 | 11.33%                                       |
| EUR/CHF | 1.1055 | 1.0883 | -1.56%                                       |

Fonte: BPI.

**Cotações a Prazo**

02.Jun.2017

| Moedas  | 3 Meses | 6 meses | 1 Ano  |
|---------|---------|---------|--------|
| EUR/USD | 1.1264  | 1.1315  | 1.1432 |
| EUR/JPY | 124.64  | 124.72  | 124.90 |
| EUR/GBP | 0.8737  | 0.8754  | 0.8793 |
| EUR/CHF | 1.0893  | 1.0863  | 1.0848 |

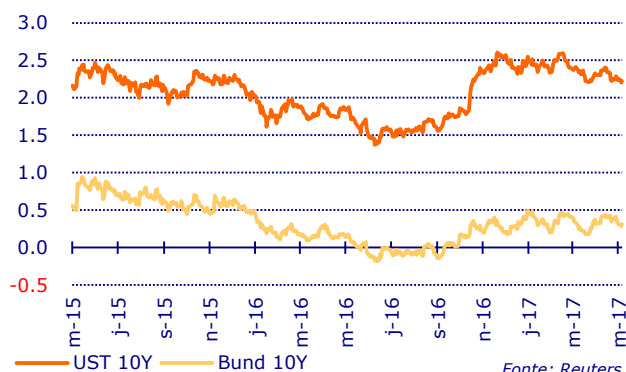
Fonte: BPI.

**MERCADOS****MERCADO MONETÁRIO E DE DÍVIDA PÚBLICA****YIELDS SEM ÍMPETO**

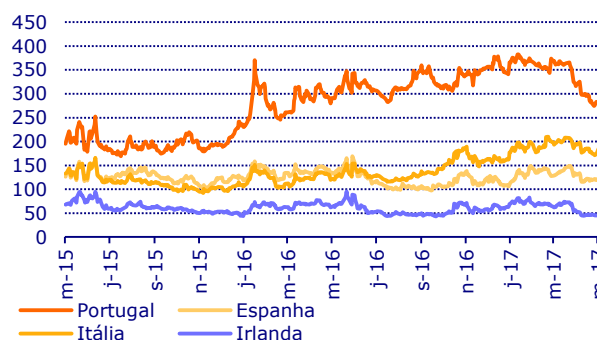
- **EUA:** A *yield* do UST 10 anos transaccionou num intervalo relativamente curto – 2.2/2.4 – em Maio, revelando uma certa estabilidade face ao desempenho observado em Abril. Os fundamentos económicos continuam a suportar um movimento de subida gradual das *yields* até ao final do ano, aproximando-se dos 3.0%. Os riscos para este cenário estão enviesados descendentemente e prendem-se com o adiamento da implementação das reformas pela Administração Trump. Caso estas fiquem aquém do esperado e impliquem a revisão em baixa das perspectivas de crescimento, o movimento de subida das *yields* poderá revelar-se mais contido, não se aproximando dos 3.0%.
- **FED:** atribui-se uma elevada probabilidade a que a taxa dos fed-funds aumente 25 pontos base na reunião de 14 de Junho, passando o respectivo intervalo a situar-se em 1.0/1.25. Até ao final do ano, a probabilidade atribuída a mais uma subida de 25 pontos base, possivelmente em Setembro, é ainda elevada.
- **Zona euro:** A *yield* do Bund a 10 anos continua a transaccionar em níveis muito reduzidos, tendo transaccionado em Maio num intervalo entre 0.29/0.43. Por seu turno, o comportamento das *yields* dos países periféricos parece espelhar o diluir-se de alguns factores de risco, observando-se o retorno dos investidores a aplicações que podem proporcionar melhores rentabilidades.
- **BCE:** Não se esperam surpresas na reunião de 8 de Junho, mas antecipa-se a revisão em alta do cenário macroeconómico, bem como a revisão dos riscos associados à actividade num sentido mais equilibrado ou até ligeiramente enviesado no sentido positivo. Estes serão dois aspectos que podem ser entendidos como um passo preliminar ao movimento de retirada (gradual) dos estímulos monetários, que possivelmente será anunciada nos últimos meses do ano e que entrará em vigor em 2018.

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

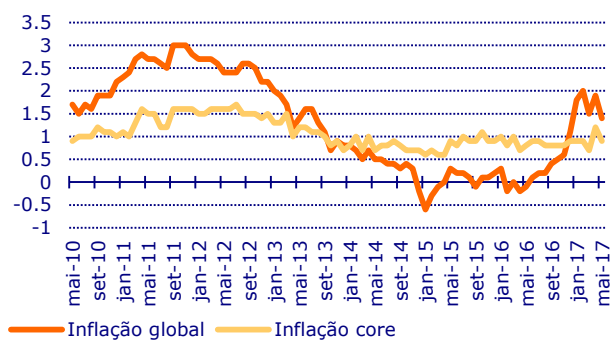
(%)

**UEM: Spreads mercados periféricos reflectem melhor percepção do risco país**

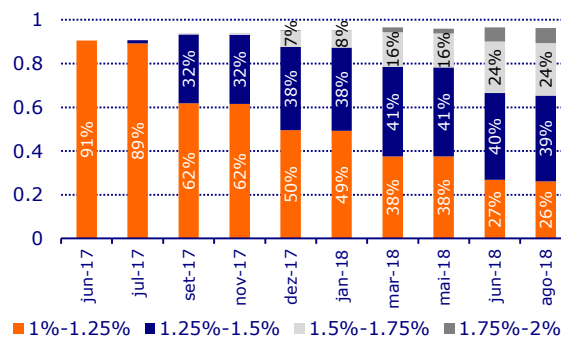
(Spread face ao Bund alemão 10 anos (p.b.))

**Taxa de inflação na zona euro**

(%)

**Probabilidades implícitas nos futuros da taxa dos fed-funds 1-Jun-17**

(probabilidades implícitas nos futuros dos fed-funds)



## , MERCADO DE COMMODITIES

## MERCADOS

**OPEP PROLONGA CORTE DE PRODUÇÃO**

□ **Tal como estava a ser antecipado por alguns participantes, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), reunida na sua 172ª conferência ordinária, decidiu manter vigente o acordo estabelecido formalmente em Dezembro último entre os países membros do cartel e mais alguns outros exportadores externos (14 países da OPEP e mais 10 outros produtores) e que estabelece novas quotas de produção diária de petróleo.** O acordo definia um período de duração de 6 meses, com início em Janeiro de 2017, para um ajustamento em baixa da produção, e uma análise subsequente dos efeitos e da evolução geral do mercado. Feita a análise e com a necessidade de se encontrar estabilidade do mercado numa perspectiva de longo prazo, foi decidido prolongar o acordo em mais nove meses, iniciando-se em Julho de 2017 e terminando em Março de 2018. Esta decisão pode indicar que o objectivo de diminuição do excesso de oferta de forma a sustentar a subida gradual dos preços pode ter falhado. Em reacção, o preço do Brent caiu dos \$54 para os \$51.

□ **Mas recorde-se que a OPEP acordou um corte na produção de 1.2 milhões de barris por dia (mb/d), a partir de Janeiro de 2017, e assegurou uma redução de 558 mil barris por dia (kb/d) nos países não-OPEP (a Rússia é o mais representativo).** A produção em 2016 esteve 1.4 mb/d acima da ocorrida no ano anterior. Como maior produtor e detentor de maior capacidade produtiva, a Arábia Saudita acedeu proceder a um corte de 486 kb/d, para 10.1 mb/d, ou seja, um corte de cerca de 5%. Seguem-se o Iraque (2º maior produtor da OPEP) e os Emirados Árabes Unidos (com a 4ª posição) com cortes de 210 kb/d e 139 kb/d, respectivamente (igualmente cortes de cerca de 5%). O novo limite para o Iraque é 4.4 mb/d e para os Emirados Árabes Unidos 2.9 mb/d. Ao Irão (3º produtor), como já se referiu, foi-lhe permitido aumentar a produção para 3.8 mb/d, mais 90 kb/d. Já na altura se acreditava que levaria algum tempo para que as novas regras fossem implementadas e surtisses efeito ao nível de um maior equilíbrio entre a oferta e a procura, com repercussão positiva nos preços.

□ **Contudo, o prolongamento do acordo poderá significar que, para além de não estarem reunidas as condições de uma oferta e procura mais balanceadas, a OPEP não terá já o poder de influência do passado na maior determinação dos preços.** E de facto o mundo mudou na última década, nomeadamente ao nível da oferta – mais países fora do cartel têm aumentado a produção, não só de maneira tradicional, mas recorrendo a outras técnicas mais arrojadas. O preço alto do petróleo nesse período permitiu o surgimento da exploração através do xisto e do *offshore* a maiores profundidades. Os EUA são disso exemplo, estando a produção praticamente ao nível do seu consumo. Do lado da procura, a cada vez maior eficiência energética e o maior consumo de energias renováveis vieram limitar potenciais subidas.

□ **Para além de menor produção, pretende-se igualmente uma redução de stocks.** O ministro da Energia da Arábia Saudita, Khalid Al-Falih, referiu na reunião que espera que os inventários caiam no 3º trimestre do ano, devendo chegar a níveis médios mais baixos em cinco anos no início de 2018. E assim, a extensão do acordo deverá permitir alcançar os objectivos. Segundo, os dados mais recentes conhecidos, a maior acumulação de *stocks* parece ter terminado. Outro facto importante é a diminuição consistente das reservas de petróleo na maioria dos países da OPEP, com maior expressão nos de maior dimensão.

□ **Existe ainda a perspectiva económica e financeira dos países produtores e exportadores de petróleo.** Uns mais que outros (existem países económica e financeiramente mais dependentes do sector petrolífero e vulneráveis à volatilidade dos preços), para a maioria dos países exportadores de petróleo uma evolução sustentada dos preços significa melhoria dos desequilíbrios financeiros (melhoria dos saldos comerciais, redução dos défices fiscais, maior crescimento económico, etc.). Recorde-se que a forte quebra dos preços em 2014 e 2015 veio colocar algumas destas economias em situação financeira difícil. Colocou-se a emergência de criar e/ou desenvolver uma economia menos dependente do petróleo (planos de diversificação da economia), que ainda é muita modesta nalguns países. Embora estas reformas de carácter estrutural sejam muito necessárias, preços tendencialmente mais altos serão benéficos na reversão dos cenários de debilidade económica e financeira. Por isso, o grande interesse em prolongar o acordo durante um período mais extenso.

□ **Face à expectativa de um consumo estável e provavelmente crescente na segunda metade de 2017 e globalidade de 2018, em linha com o actual clima económico mundial mais favorável, acreditamos que o preço possa vir a ficar mais sustentado.** O desaparecimento do excesso de produção é igualmente essencial. Desde o início do ano, o preço médio do Brent situa-se perto dos \$54 (\$53.80), tendo alcançado o valor máximo de \$58 logo em Janeiro. À medida que se forem conhecendo resultados positivos, tanto ao nível da oferta como do consumo, os preços deverão estabilizar e mostrar uma possível tendência ascendente. Os \$58 por barril são agora uma importante área de resistência.

## MERCADOS

## MERCADO DE COMMODITIES

## OPEP PROLONGA CORTE DE PRODUÇÃO (cont.)

## OPEP - novas quotas em 2017

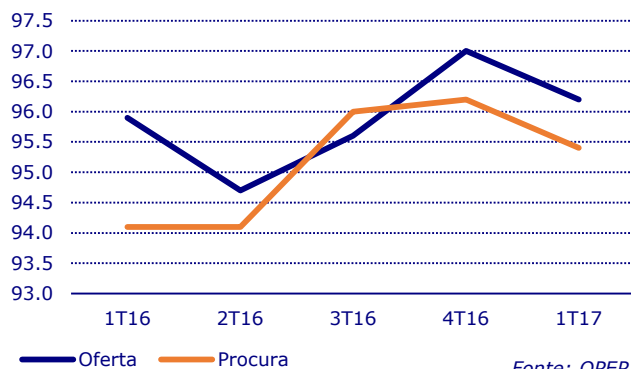
(M=milhões; K=milhares; barris por dia)

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

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

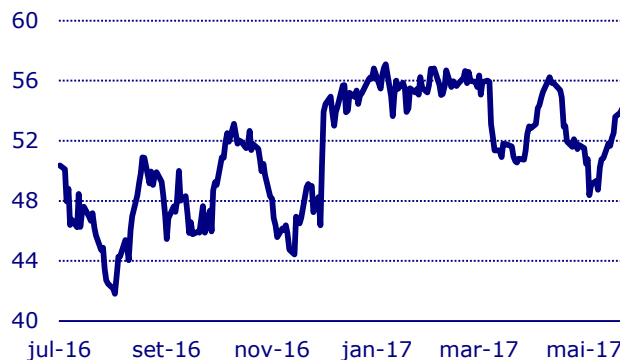
## Oferta e Procura totais

(milhões de barris/dia)



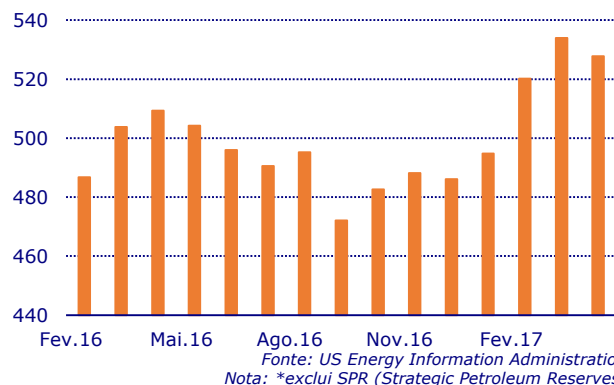
## Preço do Brent

(dólares por barril)



## EUA - stocks de petróleo semanal\*

(final da 4 semana mensal; milhares de barris)



## M.Oriente e N.África - Breakeven fiscal dos preços

(USD por barril)

|                  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 p | 2018 p |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Arábia Saudita   | 105.7 | 93.8  | 93.7  | 83.8   | 74.4   |
| Iraque           | 101.2 | 58.5  | 46.1  | 54.3   | 56.5   |
| Irão             | 100.0 | 60.1  | 73.1  | 51.3   | 58.8   |
| E. Árabes Unidos | 79.0  | 58.8  | 58.6  | 67.0   | 58.6   |
| Koweit           | 54.5  | 47.2  | 46.5  | 49.1   | 50.4   |
| Argélia          | 135.3 | 106.8 | 93.0  | 64.7   | 63.3   |
| Qatar            | 56.2  | 53.5  | 54.6  | 52.9   | 54.9   |
| Líbia            | 206.0 | 199.9 | 212.8 | 71.3   | 90.6   |

Fonte: Autoridades nacionais e estimativas do FMI

## M.Oriente e N.de África - Reservas oficiais brutas

(mil milhões de USD)

|                  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017 p | 2018 p |
|------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Arábia Saudita   | 726.8 | 611.9 | 533.6 | 502.0  | 481.4  |
| Iraque           | 66.7  | 53.7  | 46.5  | 46.6   | 44.8   |
| Irão             | 32.3  | 28.3  | 31.9  | 33.2   | 34.9   |
| E. Árabes Unidos | 78.5  | 94.0  | 83.1  | 92.3   | 102.4  |
| Koweit           | 32.3  | 28.3  | 31.9  | 33.2   | 34.9   |
| Argélia          | 177.4 | 142.6 | 117.0 | 96.2   | 84.4   |
| Qatar            | 43.1  | 37.2  | 33.5  | 39.5   | 40.5   |
| Líbia            | 86.5  | 76.1  | 65.6  | 59.2   | 46.5   |

Fonte: Autoridades nacionais e estimativas do FMI

## Economias Desenvolvidas

|             | Taxa de Inflação |      |      | Saldo orçamental/PIB |      |      | Dívida pública/PIB |       |       | Necessidades Financ/PIB |      |      | Desemprego |      |      | Crescimento PIB |      |      |
|-------------|------------------|------|------|----------------------|------|------|--------------------|-------|-------|-------------------------|------|------|------------|------|------|-----------------|------|------|
|             | 2016             | 2017 | 2018 | 2016                 | 2017 | 2018 | 2016               | 2017  | 2018  | 2016                    | 2017 | 2018 | 2016       | 2017 | 2018 | 2016            | 2017 | 2018 |
| E.U.A.      | 1.3              | 2.5  | 2.4  | -4.1                 | -4.2 | -5.4 | 107.9              | 108.7 | 108.6 | -2.6                    | -2.8 | -3.2 | 4.9        | 4.6  | 4.4  | 1.6             | 2.3  | 2.5  |
| Japão       | -0.1             | 0.8  | 0.8  | -4.6                 | -4.4 | -4.0 | 244.9              | 246.4 | 247.9 | 3.8                     | 3.8  | 4.0  | 3.1        | 3.0  | 3.0  | 1.0             | 1.2  | 0.9  |
| UE          | 0.6              | 2.2  | 2.1  | -1.9                 | -1.7 | -1.6 | 85.1               | 84.8  | 83.6  | 2.3                     | 2.1  | 2.2  | 8.5        | 8.1  | 7.8  | 2.0             | 1.9  | 1.9  |
| UEM         | 0.2              | 1.7  | 1.4  | -1.8                 | -1.6 | -1.5 | 91.2               | 90.2  | 89.2  | 3.4                     | 3.1  | 3.1  | 10.0       | 9.6  | 9.2  | 1.7             | 1.6  | 1.6  |
| Alemanha    | 0.4              | 1.9  | 1.7  | 0.7                  | 0.3  | 0.2  | 68.1               | 65.6  | 63.0  | 8.6                     | 8.0  | 7.6  | 4.8        | 4.7  | 4.8  | 1.8             | 1.7  | 1.7  |
| França      | 0.3              | 1.4  | 1.3  | -3.4                 | -3.1 | -3.0 | 96.6               | 97.2  | 97.6  | -1.4                    | -1.5 | -1.4 | 10.0       | 9.7  | 9.3  | 1.1             | 1.4  | 1.5  |
| Itália      | -0.1             | 1.4  | 1.2  | -2.4                 | -2.4 | -2.4 | 132.8              | 133.1 | 133.0 | 2.7                     | 2.2  | 1.9  | 11.7       | 11.5 | 11.3 | 1.0             | 0.9  | 0.9  |
| Espanha     | -0.3             | 2.1  | 1.4  | -4.5                 | -3.5 | -3.0 | 99.7               | 99.6  | 99.5  | 1.9                     | 1.6  | 1.6  | 19.6       | 17.8 | 16.4 | 3.0             | 2.4  | 2.0  |
| Holanda     | 0.1              | 1.3  | 1.5  | -0.5                 | -0.2 | 0.0  | 62.9               | 61.2  | 59.3  | 8.4                     | 8.2  | 7.8  | 6.2        | 5.6  | 5.2  | 2.1             | 2.0  | 1.8  |
| Bélgica     | 1.8              | 2.0  | 1.7  | -2.9                 | -2.3 | -2.1 | 106.6              | 106.0 | 105.1 | 1.0                     | 1.5  | 1.6  | 8.0        | 7.7  | 7.5  | 1.2             | 1.4  | 1.6  |
| Áustria     | 1.0              | 1.8  | 1.8  | -1.5                 | -1.2 | -0.9 | 83.7               | 81.7  | 79.8  | 2.4                     | 2.3  | 2.4  | 6.0        | 6.1  | 6.1  | 1.5             | 1.5  | 1.4  |
| Finlândia   | 0.4              | 1.5  | 1.4  | -2.3                 | -2.4 | -1.9 | 64.0               | 65.8  | 66.7  | -0.7                    | -0.8 | -0.6 | 8.8        | 8.6  | 8.3  | 1.4             | 1.2  | 1.4  |
| Grécia      | 0.0              | 1.1  | 0.9  | -1.8                 | -1.6 | -0.8 | 179.8              | 178.5 | 175.3 | -0.6                    | -0.4 | -0.2 | 23.5       | 22.2 | 21.1 | 0.1             | 1.4  | 2.2  |
| Irlanda     | -0.3             | 0.9  | 1.1  | -0.9                 | -0.6 | -0.5 | 75.5               | 74.0  | 72.7  | 7.3                     | 7.1  | 6.3  | 8.0        | 7.1  | 6.8  | 4.6             | 3.6  | 3.0  |
| Reino Unido | 0.6              | 2.7  | 2.7  | -2.9                 | -3.2 | -2.8 | 87.9               | 88.3  | 88.0  | -4.6                    | -3.1 | -2.5 | 4.9        | 5.0  | 5.4  | 1.8             | 1.7  | 1.3  |
| Suécia      | 1.0              | 1.6  | 1.6  | -0.2                 | -0.1 | 0.1  | 41.0               | 39.8  | 38.9  | 4.7                     | 5.0  | 4.9  | 7.0        | 6.7  | 6.6  | 3.2             | 2.7  | 2.4  |
| Dinamarca   | 0.1              | 1.1  | 1.4  | -1.6                 | -1.6 | -0.9 | 38.3               | 37.8  | 36.9  | 7.7                     | 7.3  | 7.1  | 6.2        | 5.9  | 5.7  | 1.0             | 1.5  | 1.8  |
| Luxemburgo  | 0.0              | 1.7  | 1.8  | 1.5                  | 0.3  | 0.3  | 21.3               | 23.1  | 23.7  | 4.9                     | 4.9  | 5.3  | 6.4        | 6.2  | 6.1  | 3.8             | 3.8  | 3.7  |
| Suíça       | -0.4             | 0.5  | 0.7  | 0.1                  | 0.0  | 0.1  | 38.8               | 37.6  | 37.0  | 11.1                    | 10.4 | 9.9  | 3.3        | 3.2  | 3.1  | 1.3             | 1.4  | 1.7  |
| Portugal    | 0.6              | 1.4  | 1.4  | -1.7                 | -2.0 | -1.9 | 130.3              | 128.9 | 127.2 | 1.2                     | 0.6  | 0.7  | 11.1       | 10.2 | 9.6  | 1.4             | 1.7  | 1.5  |

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 |      |      |
|-----------|------------------|------|------|-----------------|------|------|--------------------|------|------|----------------------|------|------|-----------------------|------|------|---------|------|------|--------------------|------|------|
|           | 2017             | 2018 | 2019 | 2017            | 2018 | 2019 | 2017               | 2018 | 2019 | 2017                 | 2018 | 2019 | 2017                  | 2018 | 2019 | 2017    | 2018 | 2019 | 2017               | 2018 | 2019 |
| Brasil    | 4.2              | 4.5  | 4.4  | 0.7             | 2.3  | 2.5  | 13.1               | 11.8 | 13.0 | 81.2                 | 82.7 | 83.1 | -8.1                  | -6.9 | -    | -1.3    | -1.7 | -1.8 | 35.3               | 34.4 | 33.1 |
| México    | 5.5              | 3.8  | -    | 1.7             | 2.1  | 3.0  | 3.9                | 4.0  | -    | 54.8                 | 54.8 | 54.6 | -2.5                  | -2.5 | -    | -2.6    | -2.4 | -    | 48.0               | 48.4 | 48.6 |
| Argentina | 24.0             | 15.3 | 10.0 | 2.8             | 3.1  | 3.3  | 8.4                | 8.0  | -    | 49.4                 | 49.2 | 47.7 | -5.9                  | -5.2 | -3.4 | -3.0    | -3.0 | -2.9 | 32.5               | 33.8 | 34.5 |
| Chile     | 2.8              | 3.0  | -    | 1.8             | 2.5  | 2.9  | 6.9                | 6.8  | -    | 24.8                 | 27.4 | 29.2 | -3.1                  | -2.9 | -    | -1.4    | -1.6 | -    | 68.3               | 69.0 | 69.3 |
| R. Checa  | 2.3              | 2.1  | 2.0  | 2.7             | 2.6  | 2.7  | 4.5                | 4.4  | 4.5  | 36.0                 | 34.6 | 33.6 | -0.4                  | -0.4 | -0.2 | 1.0     | 0.6  | 0.9  | 71.2               | 71.7 | 72.7 |
| Polónia   | 2.0              | 2.2  | 2.5  | 3.5             | 3.3  | 3.3  | 7.4                | 6.7  | 6.7  | 54.6                 | 54.1 | 53.6 | -2.9                  | -2.9 | -2.7 | -0.8    | -1.2 | -1.1 | 68.1               | 64.6 | 61.4 |
| Hungria   | 2.6              | 2.9  | 2.9  | 3.3             | 3.0  | 2.9  | 4.2                | 4.1  | 3.9  | 73.1                 | 71.8 | 70.8 | -2.5                  | -2.4 | -2.5 | 3.5     | 3.0  | 2.6  | 88.2               | 79.6 | 72.7 |
| Russia    | 4.3              | 4.2  | 4.2  | 1.2             | 1.5  | 1.7  | 5.4                | 5.3  | 5.2  | 17.1                 | 17.3 | 17.8 | -2.6                  | -2.0 | -1.0 | 2.6     | 2.5  | 2.5  | 34.9               | 34.2 | 33.6 |
| China     | 2.0              | 2.2  | 2.1  | 6.6             | 6.3  | 6.2  | 4.1                | 4.1  | 4.1  | 49.3                 | 52.0 | 54.4 | -3.5                  | -3.5 | -3.6 | 1.8     | 1.8  | 1.7  | 9.6                | 9.8  | 10.0 |

Fonte: Bloomberg; IIF; FMI.

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

## Previsões Económicas BPI - EUA&amp;UEM

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

Fonte: Eurostat, Reuters, previsões do Banco BPI.

Nota: \* Taxa de Variação Média; IPCH para a Zona Euro.

Indica-se a laranja, as alterações recentes.

## Previsões Económicas BPI - Portugal

|                           | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------|------|------|------|
| Consumo privado           | 2.3  | 2.1  | 1.6  |
| Consumo público           | 0.5  | 0.2  | 0.5  |
| Formação Bruta de Capital | -0.6 | 4.0  | 4.4  |
| Exportações               | 4.4  | 7.8  | 3.1  |
| Importações               | 4.5  | 6.3  | 3.2  |
| PIB                       | 1.4  | 2.5  | 1.8  |
| Défice Orçamental (PDE)   | 2.0  | 1.6  | 1.8  |
| Taxa de inflação média    | 0.6  | 1.7  | 1.6  |
| Taxa média de desemprego  | 11.1 | 9.5  | 8.7  |

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

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio

02.Jun.17

|                     | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
|---------------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| EUR/USD             | 1.13        | 1.10       | 1.10         | 1.10         | 1.12       |
| EUR/USD (Prev. BPI) | -           | 1.12       | 1.12         | 1.13         | 1.14       |
| USD/JPY             | 110.46      | 113.00     | 113.50       | 115.00       | 115.00     |
| USD/JPY (Prev. BPI) | -           | 111.00     | 111.00       | 114.00       | 116.00     |
| EUR/JPY             | 124.53      | 123.00     | 124.00       | 125.00       | 126.00     |
| EUR/JPY (Prev. BPI) | -           | 124.32     | 124.32       | 128.82       | 132.24     |
| EUR/GBP             | 0.87        | 0.85       | 0.86         | 0.87         | 0.88       |
| EUR/GBP (Prev. BPI) | -           | 0.88       | 0.88         | 0.90         | 0.92       |
| EUR/CHF             | 1.09        | 1.09       | 1.09         | 1.10         | 1.10       |
| EUR/CHF (Prev. BPI) | -           | 1.09       | 1.09         | 1.10         | 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.Mai.17

|                           | Taxas de Juro |            |              |              |            | Spreads equivalentes face às taxas americanas |            |              |              |            |
|---------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|------------|-----------------------------------------------|------------|--------------|--------------|------------|
|                           | Taxa actual   | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano | Spread actual                                 | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
| <b>Taxas de juro 3 M</b>  |               |            |              |              |            |                                               |            |              |              |            |
| EUR                       | -0.33%        | -0.33%     | -0.31%       | -0.30%       | -0.26%     | -155                                          | -150       | -176         | -190         | -224       |
| EUR (Prev. BPI)           | -             | -0.32%     | -0.31%       | -0.30%       | -0.24%     | -                                             | -169       | -181         | -201         | -237       |
| USD                       | 1.22%         | 1.17%      | 1.45%        | 1.60%        | 1.98%      | -                                             | -          | -            | -            | -          |
| USD (Prev. BPI)           | -             | 1.37%      | 1.50%        | 1.71%        | 2.13%      | -                                             | -          | -            | -            | -          |
| JPY                       | -0.01%        | -0.01%     | -0.01%       | -0.02%       | -0.02%     | -124                                          | -118       | -146         | -162         | -200       |
| JPY (Prev. BPI)           | -             | -0.01%     | -0.01%       | -0.02%       | -0.02%     | -                                             | -138       | -151         | -173         | -215       |
| GBP                       | 0.29%         | 0.36%      | 0.37%        | 0.38%        | 0.39%      | -93                                           | -81        | -108         | -122         | -159       |
| GBP (Prev. BPI)           | -             | 0.37%      | 0.38%        | 0.38%        | 0.39%      | -                                             | 138        | 151          | 173          | 215        |
| CHF                       | -0.73%        | -0.76%     | -0.76%       | -0.75%       | -0.73%     | -195                                          | -193       | -221         | -235         | -271       |
| CHF (Prev. BPI)           | -             | -0.73%     | -0.73%       | -0.72%       | -0.70%     | -                                             | 100        | 112          | 133          | 174        |
| <b>Taxas de juro 10 A</b> |               |            |              |              |            |                                               |            |              |              |            |
| POR                       | 3.03%         | 3.20%      | 3.26%        | 3.65%        | 3.74%      | 88                                            | 79         | 67           | 91           | 79         |
| POR (Prev. BPI)           | -             | 3.20%      | 3.26%        | 3.65%        | 3.74%      | -                                             | 66         | 56           | 70           | 37         |
| ALE                       | 0.28%         | 0.47%      | 0.61%        | 0.74%        | 0.94%      | -188                                          | -194       | -198         | -200         | -201       |
| ALE (Prev. BPI)           | -             | 0.50%      | 0.56%        | 0.65%        | 0.74%      | -                                             | -204       | -214         | -230         | -263       |
| EUA                       | 2.16%         | 2.41%      | 2.59%        | 2.74%        | 2.95%      | -                                             | -          | -            | -            | -          |
| EUA (Prev. BPI)           | -             | 2.54%      | 2.70%        | 2.95%        | 3.37%      | -                                             | -          | -            | -            | -          |
| JAP                       | 0.06%         | 0.04%      | 0.05%        | 0.07%        | 0.07%      | -210                                          | -237       | -254         | -267         | -288       |
| JAP (Prev. BPI)           | -             | 0.07%      | 0.08%        | 0.09%        | 0.12%      | -                                             | -247       | -262         | -286         | -325       |
| RU                        | 1.03%         | 1.18%      | 1.36%        | 1.49%        | 1.63%      | -112                                          | -123       | -123         | -125         | -132       |
| RU (Prev. BPI)            | -             | 1.20%      | 1.25%        | 1.40%        | 1.50%      | -                                             | 247        | 262          | 286          | 325        |
| SUI                       | -0.16%        | -0.03%     | 0.06%        | 0.16%        | 0.29%      | -232                                          | -244       | -253         | -258         | -266       |
| SUI (prev. BPI)           | -             | -0.16%     | -0.16%       | -0.16%       | 0.15%      | -                                             | 270        | 286          | 311          | 322        |

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<br>31-Dez-15 | Nível actual<br>04-Mai-17 | Data da última<br>alteração | Data do<br>anúncio da<br>próxima decisão | Previsão BPI  |
|-------------------------------|-----------------------------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------------|------------------------------------------|---------------|
| <b>Bancos Centrais G-7</b>    |                                   |                       |                           |                             |                                          |               |
| Reserva Federal dos EUA 1*    | <i>Fed Funds Rate</i>             | 0.25%-0.5%            | 0.75%-1.0%                | 15-Mar-17 (+25/+25 pb)      | 14-jun-17                                | +25 p.b.      |
| Banco Central Europeu 2*      | <i>Minimum Bid Refi Rate</i>      | 0.05%                 | 0.00%                     | 10-Mar-16 (-5 pb)           | 08-jun-17                                | Sem alteração |
| Banco do Japão 3*             | <i>Balance Rate</i>               | 0.10%                 | -0.10%                    | 29-Jan-16 (-10 pb)          | 16-jun-17                                | -             |
| Banco do Canadá               | <i>O/N Lending Rate</i>           | 0.50%                 | 0.50%                     | 15-Jul-15 (-25 pb)          | 12-jul-17                                | -             |
| Banco de Inglaterra           | <i>Repo Rate</i>                  | 0.50%                 | 0.25%                     | 4-Ago-16 (-25 pb)           | 15-jun-17                                | Sem alteração |
| <b>Outros Bancos Centrais</b> |                                   |                       |                           |                             |                                          |               |
| Banco Nacional da Suíça       | <i>Libor 3M do CHF</i>            | -0.0075               | -0.75%                    | 15-Jan-2015 (-50 p.b)       | 15-jun-17                                | Sem alteração |
| Riksbank (Suécia)             | <i>Repo Rate</i>                  | -0.35%                | -0.50%                    | 17-Fev-16 (-15 bp)          | 04-jul-17                                | -             |
| Norges Bank (Noruega)         | <i>Key Policy Rate</i>            | 0.75%                 | 0.50%                     | 17-Mar-16 (+25 pb)          | 22-jun-17                                | -             |
| Banco Nacional da Dinamarca   | <i>Lending Rate</i>               | 0.05%                 | 0.05%                     | 20-Jan-15 (-15 pb)          | -                                        | -             |
| Reserve Bank (Austrália)      | <i>Cash Rate</i>                  | 2.00%                 | 1.50%                     | 2-Ago-16 (-25 pb)           | 07-jun-17                                | -             |
| <b>América Latina</b>         |                                   |                       |                           |                             |                                          |               |
| BACEN (Brasil)                | <i>Selic</i>                      | 14.25%                | 10.25%                    | 31-Mai-17 (-100 bp)         | 26-jul-17                                | -             |
| BANXICO (México)              | <i>O/N Interbank Funding Rate</i> | 3.25%                 | 4.75%                     | 18-Mai-17 (+25 pb)          | 22-jun-16                                | -             |
| <b>Europa de Leste</b>        |                                   |                       |                           |                             |                                          |               |
| NBP (Polónia)                 | Taxa de intervenção - 14 dias     | 1.50%                 | 1.50%                     | 04-Mar-15 (-50 pb)          | 17-mai-17                                | -             |
| NBH (Hungria)                 | <i>Repo Rate</i> - 2 semanas      | 1.35%                 | 0.90%                     | 25-Mai-16 (-15pb)           | 20-jun-17                                | -             |
| CNB (República Checa)         | <i>Repo Rate</i> - 2 semanas      | 0.05%                 | 0.05%                     | 2-Nov-12 (-20 pb)           | 29-jun-17                                | -             |

Fonte: Bloomberg.

Notas: 1\*Normalmente as alterações de taxas são anunciadas nas datas dos FOMC. No entanto poderão ser criadas reuniões intermédias, e as taxas poderão ser alteradas em qualquer altura.

2\*De acordo com o BCE, apenas a 1ª reunião de cada mês serve para anunciar alterações na sua política monetária. No entanto, existe a possibilidade de poder alterar essa mesma política em qualquer altura.

3\*A partir de Abril de 2013, o Banco do Japão passou a adoptar como principal instrumento de política monetária o controlo da base monetária em vez da taxa de juro. A taxa actual apresentada refere-se à taxa efectiva.

4\*Sem datas pré-marcadas, podendo ser alterada em qualquer altura.

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

02.Jun.17

|                        | Taxa actual | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
|------------------------|-------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Taxas de câmbio</b> |             |            |              |              |            |
| USD/BRL                | 3.25        | 3.20       | 3.29         | 3.30         | 3.31       |
| USD/MXN                | 18.65       | 19.23      | 19.50        | 19.70        | 20.00      |
| USD/ARS                | 16.05       | 15.83      | 16.45        | 16.90        | n.a.       |
| EUR/CZK                | 26.32       | 26.50      | 26.30        | 26.10        | 26.00      |
| EUR/PLN                | 4.19        | 4.23       | 4.23         | 4.20         | 4.12       |
| EUR/HUF                | 307.97      | 310.00     | 312.00       | 310.50       | 311.50     |
| USD/RUB                | 56.17       | 57.71      | 59.00        | 60.00        | 59.00      |
| USD/CNY                | 6.82        | 6.90       | 6.97         | 7.00         | 7.00       |

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

05.Jun.17

|                                     | Taxas de juro |            |              |              |            | Spreads equivalentes face às taxas americanas 2) |            |              |              |            |
|-------------------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|------------|--------------------------------------------------|------------|--------------|--------------|------------|
|                                     | Taxa actual   | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano | Spread actual                                    | ...a 1 mês | ...a 3 meses | ...a 6 meses | ...a 1 ano |
| <b>Taxas de juro de curto-prazo</b> |               |            |              |              |            |                                                  |            |              |              |            |
| BRL                                 | 10.25%        | 10.25%     | 8.75%        | 8.45%        | 8.45%      | 903                                              | 908        | 730          | 685          | 647        |
| MXN                                 | 6.75%         | 6.85%      | 7.00%        | 7.05%        | 7.00%      | 553                                              | 568        | 555          | 545          | 502        |
| ARS                                 | 18.43%        | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 1721                                             | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       |
| CZK                                 | 0.30%         | 0.30%      | 0.34%        | 0.46%        | 0.63%      | -92                                              | -87        | -111         | -114         | -135       |
| PLN                                 | 1.63%         | 1.73%      | 1.74%        | 1.77%        | 1.86%      | 41                                               | 56         | 29           | 17           | -12        |
| HUF                                 | 0.90%         | 0.90%      | 0.90%        | 0.90%        | 0.95%      | -32                                              | -27        | -55          | -70          | -103       |
| RUB                                 | 10.25%        | 0.00%      | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%      | 903                                              | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       |
| CNY                                 | 4.35%         | 4.35%      | 4.35%        | 4.35%        | 4.35%      | 313                                              | 318        | 290          | 275          | 237        |
| <b>Taxas de juro 10 A</b>           |               |            |              |              |            |                                                  |            |              |              |            |
| BRL                                 | 10.78%        | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 287                                              | -          | -            | -            | -          |
| MXN                                 | 7.28%         | 7.36%      | 7.52%        | 7.69%        | 8.00%      | 201                                              | -          | -            | -            | -          |
| ARS                                 | 7.35%         | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 404                                              | -          | -            | -            | -          |
| CZK                                 | 0.76%         | 0.88%      | 0.99%        | 1.08%        | 1.29%      | 47                                               | -          | -            | -            | -          |
| PLN                                 | 3.19%         | 3.47%      | 3.58%        | 3.72%        | 3.88%      | 290                                              | -          | -            | -            | -          |
| HUF                                 | 2.99%         | 3.26%      | 3.39%        | 3.52%        | 3.61%      | 270                                              | -          | -            | -            | -          |
| RUB                                 | 9.96%         | n.a.       | n.a.         | n.a.         | n.a.       | 143                                              | -          | -            | -            | -          |
| CNY                                 | 3.60%         | 3.59%      | 3.51%        | 3.49%        | 3.43%      | 331                                              | -          | -            | -            | -          |

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

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

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

## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Junho e Julho de 2017**

### **CONJUNTURA ECONÓMICA**

Indicadores de Conjuntura Macroeconómica em Portugal

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

### **MERCADOS CAMBIAIS**

Cotações no mercado *Spot*

Taxas Oficiais de Conversão para o EURO

MTC-2

### **MERCADOS MONETÁRIOS**

Taxas de Juro Internacionais

### **MERCADOS DE OBRIGAÇÕES**

Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

### **MERCADOS DE ACÇÕES**

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções I

Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções II

### **COMMODITIES**

Índices CRB de Preços de Futuros de *Commodities*

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

Fonte: Eurostat, OCDE.

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

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

**Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Junho e Julho de 2017\*****Junho 2017**

|             |       |                                                          |
|-------------|-------|----------------------------------------------------------|
| UEM         | 6     | Discurso do Presidente do BCE em Frankfurt               |
| OCDE        | 7     | Publicação Economic Outlook                              |
| Reino Unido | 8     | Eleições Parlamentares                                   |
| UEM         | 8     | Reunião do BCE                                           |
| EUA         | 13-14 | Reunião de política monetária da Reserva Federal         |
| Reino Unido | 15    | Reunião de Política monetária do Banco de Inglaterra     |
| Suíça       | 15    | Reunião de política monetária do Banco Nacional da Suíça |
| Portugal    | 16    | Fitch publica rating soberano                            |
|             | 16    | Reunião do Banco do Japão                                |
| Japão       | 21    | Actas da reunião de política monetária de 26-27 de Abril |

**Julho 2017**

|       |       |                                                                        |
|-------|-------|------------------------------------------------------------------------|
| EUA   | 5     | Actas da reunião de política monetária de 14-15 de Junho               |
|       | 6     | Actas da reunião de política monetária de 8 de Junho                   |
| UEM   | 18    | BCE publica resultado do inquérito aos bancos sobre mercado de crédito |
|       | 20    | Reunião do BCE                                                         |
| Japão | 20    | Reunião do Banco do Japão                                              |
|       | 25    | Actas da reunião de política monetária de 15-16 de Junho               |
| EUA   | 25-26 | Reunião de política monetária da Reserva Federal                       |

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

## Indicadores de Conjuntura Económica em Portugal

|                                                     | 2014     |          |         | 2015    |         |         | 2016    |         |          | 2017   |         |         |
|-----------------------------------------------------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|---------|---------|
|                                                     | 2014     | 2015     | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022     | 2023   | 2024    | 2025    |
| <b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>                 |          |          |         |         |         |         |         |         |          |        |         |         |
| PIB                                                 | 0.9%     | 1.6%     | 0.9%    | -       | -       | 1.7%    | -       | -       | 2.0%     | -      | -       | -       |
| Consumo privado                                     | 2.3%     | 2.6%     | 1.6%    | -       | -       | 1.9%    | -       | -       | 3.0%     | -      | -       | -       |
| Consumo público                                     | -0.5%    | 0.7%     | 0.6%    | -       | -       | 0.2%    | -       | -       | 0.0%     | -      | -       | -       |
| Investimento                                        | 5.1%     | 4.7%     | -2.2%   | -       | -       | -1.8%   | -       | -       | 3.6%     | -      | -       | -       |
| Exportações                                         | 4.3%     | 6.1%     | 1.9%    | -       | -       | 5.5%    | -       | -       | 6.6%     | -      | -       | -       |
| Importações                                         | 7.8%     | 8.2%     | 1.5%    | -       | -       | 3.9%    | -       | -       | 7.7%     | -      | -       | -       |
| <b>Preços e salários</b>                            |          |          |         |         |         |         |         |         |          |        |         |         |
| Taxa de inflação média (%)                          | -0.3     | 0.5      | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.6      | 0.7    | 0.8     | 1.0     |
| Taxa de inflação homologa (%)                       | -0.4     | 0.4      | 0.6     | 0.6     | 0.7     | 0.6     | 0.6     | 0.9     | 0.9      | 1.3    | 1.6     | 2.0     |
| Taxa de inflação harmonizada (%)                    | -0.3     | 0.3      | 0.7     | 0.7     | 0.8     | 0.7     | 1.1     | 0.5     | 0.9      | 1.3    | 1.6     | 2.4     |
| Inflação de bens (taxa harmonizada)                 | -1.3     | -0.1     | -0.1    | 0.1     | 0.3     | 0.1     | 0.2     | 0.1     | 0.6      | 1.4    | 1.7     | 1.5     |
| Inflação de serviços (taxa harmonizada)             | 1.1      | 0.9      | 1.8     | 1.6     | 1.4     | 1.5     | 2.3     | 1.2     | 1.3      | 1.1    | 1.5     | 1.1     |
| Var. de salários sector privado (tx. anualizada, %) | 1.0      | 1.2      | 1.3     | 2.1     | 1.4     | 1.9     | -       | -       | -        | 1.1    | 0.9     | 2.3     |
| <b>Nível de actividade</b>                          |          |          |         |         |         |         |         |         |          |        |         |         |
| Indicador coincidente do BdP (tvh)                  | 0.2      | 1.8      | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.8     | 0.9     | 1.2      | 1.4    | 1.7     | 2.1     |
| Índice de produção industrial (tvh)                 | -1.1     | 0.9      | 1.2     | -1.1    | 1.7     | 0.5     | -0.4    | -0.4    | 2.0      | 3.5    | 2.3     | 3.5     |
| Índice de confiança na indústria                    | -2.8     | -2.2     | -0.3    | -1.8    | -3.2    | -1.8    | 0.5     | 1.0     | 0.6      | 1.6    | 1.6     | 1.2     |
| Índice de confiança dos consumidores                | -15.8    | -10.9    | -14.1   | -13.5   | -13.9   | -12.6   | -10.8   | -7.7    | -5.3     | -7.0   | -5.1    | -2.7    |
| Índice de confiança no sector da construção         | -39.0    | -34.7    | -33.4   | -32.0   | -32.0   | -29.6   | -30.1   | -30.2   | -28.6    | -29.1  | -24.8   | -23.1   |
| Índice de confiança no comércio a retalho           | -0.2     | 2.1      | -0.2    | 0.6     | 1.0     | 1.3     | 3.1     | 2.9     | 1.4      | 2.4    | 1.9     | -0.4    |
| Vendas a retalho (tvh)                              | 2.7      | -0.6     | 3.9     | 4.0     | 3.0     | 2.9     | 3.8     | 5.0     | 3.9      | 2.2    | 1.4     | 4.9     |
| Vendas de automóveis (tvh)                          | 37.9     | 10.4     | 10.9    | 0.6     | 12.8    | 10.6    | 8.9     | 23.5    | 29.3     | 7.8    | 4.6     | -1.8    |
| Vendas de cimento (tvh)                             | -9.2     | 7.3      | -2.1    | -12.6   | 0.0     | -3.0    | -3.8    | 0.8     | 4.1      | 28.7   | 7.9     | 21.7    |
| Dormidas no sector da hotelaria (tvh)               | 10.5     | 7.5      | 9.5     | 7.7     | 4.2     | 7.3     | 12.8    | 14.9    | 10.6     | 12.7   | 7.9     | -0.2    |
| Taxa de desemprego (%)                              | 13.5     | 12.2     | 10.8    | -       | -       | 10.5    | -       | -       | 10.5     | -      | -       | 10.1    |
| <b>Exterior</b>                                     |          |          |         |         |         |         |         |         |          |        |         |         |
| Balança corrente (ytd; M.E.)                        | 105.4    | 123.9    | -884.7  | 217.5   | 771.3   | 1027.6  | 1888.7  | 1767.7  | 1556.3   | -32.5  | 0.0     | 190.4   |
| Bens e serviços (ytd; M.E.)                         | -10780.1 | -10400.6 | -5027.3 | -5608.6 | -6779.1 | -7719.5 | -8594.5 | -9406.2 | -10819.8 | -981.9 | -1772.0 | -2593.3 |
| Exportações mercadorias (tvh)                       | 1.6      | 3.7      | -1.5    | -2.0    | -1.3    | -0.4    | -0.7    | 0.1     | 0.9      | 18.6   | 13.3    | 17.1    |
| Excluindo Combustíveis (tvh)                        | 4.1      | 4.3      | 1.1     | 0.4     | 1.1     | 1.9     | 1.2     | 1.9     | 2.4      | 16.1   | 10.3    | 14.1    |
| Importações mercadorias (tvh)                       | 3.5      | 2.2      | -1.4    | -2.2    | -0.9    | -0.5    | -0.6    | 0.2     | 1.2      | 22.4   | 15.7    | 15.3    |
| Excluindo Combustíveis (tvh)                        | 6.3      | 7.0      | 4.4     | 3.3     | 4.3     | 4.3     | 3.8     | 4.4     | 4.8      | 15.1   | 9.6     | 11.5    |
| Balança financeira (M.E.- ytd)                      | 2827.4   | 2164.2   | -296.6  | 1182.0  | 1744.1  | 2355.1  | 3118.5  | 2895.2  | 3141.7   | 496.2  | 571.9   | 936.4   |
| Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)           | 9834.8   | 2030.6   | 4654.4  | 4900.7  | 5448.2  | 4976.3  | 5453.5  | 6310.8  | 7634.4   | 931.0  | 2438.6  | 3054.7  |
| Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)    | 7200.4   | 905.9    | 1855.6  | 1908.5  | 2406.3  | 2118.3  | 2411.8  | 2866.9  | 3582.9   | 201.6  | 332.8   | 779.8   |
| Outro invest. em Portugal (M.E.- ytd) (3)           | 946.8    | -10631.1 | 3809.0  | 5252.1  | 2487.5  | 2197.0  | 5686.7  | 9841.8  | 9111.2   | 245.9  | -2052.2 | 2777.0  |
| Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)   | 3970.1   | -9621.0  | 195.9   | 616.0   | 349.7   | -868.5  | -897.5  | -1811.1 | -3729.5  | 922.7  | -2.0    | 1837.4  |
| <b>Finanças públicas</b>                            |          |          |         |         |         |         |         |         |          |        |         |         |
| Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)     | 13,305.0 | 8,537.0  | 2,694.0 | 5,154.0 | 4,360.0 | 3,806.0 | 5,466.0 | 5,169.0 | 4,693.0  | -2.0   | 423.0   | 801.0   |

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

(1) tvh - taxa de variação homóloga; (2) Variação das remunerações declaradas à Segurança Social, excluindo as entidades empregadoras do sector bancário;

(3) Excluindo investimento de carteira e derivados financeiros

## Indicadores de Conjuntura Económica Internacional I

|                                                 | 2014  | 2015  | 2016  |       |       |       |       | 2017  |       |       |       |       |       |       |      |      |
|-------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|                                                 |       |       | Jun.  | Jul.  | Ago.  | Set.  | Out.  | Nov.  | Dez.  | Jan.  | Fev.  | Mar.  | Abr.  | Mai.  | Jun. | Jul. |
| Matérias Primas                                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| Preço do petróleo (USD/Barril Brent)            | 55.76 | 35.75 | 48.42 | 41.01 | 46.18 | 47.71 | 46.69 | 49.86 | 55.41 | 54.68 | 55.56 | 52.71 | 50.88 | 50.08 | -    | -    |
| Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.) | -11.2 | -4.9  | -4.5  | -1.1  | 6.0   | 6.9   | 4.2   | -     | 13.3  | 21.0  | 16.7  | 9.7   | 2.7   | 5.7   | -    | -    |
| Custos laborais                                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA                                             | 2.7   | 2.7   | 3.1   | -     | -     | 3.0   | -     | -     | 1.9   | -     | -     | 2.8   | -     | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | 1.2   | 1.5   | 1.1   | -     | -     | 1.4   | -     | -     | 1.6   | -     | -     | -     | -     | -     | -    | -    |
| Japão                                           | 0.9   | 0.0   | 1.4   | 1.2   | 0.0   | 0.0   | 0.1   | -4.5  | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.0   | -     | -     | -    | -    |
| Taxas de juro de curto prazo                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA                                             | 0.26  | 0.61  | 0.65  | 0.76  | 0.84  | 0.85  | 0.88  | 0.93  | 1.00  | 1.03  | 1.06  | 1.15  | 1.17  | 1.21  | -    | -    |
| Zona Euro                                       | 0.06  | -0.13 | -0.29 | -0.30 | -0.32 | -0.32 | -0.32 | -0.33 | -0.34 | -0.34 | -0.35 | -0.36 | -0.36 | -0.37 | -    | -    |
| Japão                                           | 0.11  | 0.08  | -0.02 | -0.01 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.07 | -0.05 | -0.01 | -0.01 | 0.03  | 0.00  | -0.02 | -    | -    |
| Taxas de juro de longo prazo                    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA                                             | 2.17  | 2.27  | 1.47  | 1.45  | 1.58  | 1.59  | 1.83  | 2.38  | 2.44  | 2.45  | 2.39  | 2.39  | 2.28  | 2.20  | -    | -    |
| Alemanha                                        | 0.54  | 0.63  | -0.13 | -0.12 | -0.07 | -0.12 | 0.16  | 0.28  | 0.21  | 0.44  | 0.21  | 0.33  | 0.32  | 0.30  | -    | -    |
| Japão                                           | 0.33  | 0.27  | -0.22 | -0.19 | -0.06 | -0.09 | -0.05 | 0.03  | 0.05  | 0.09  | 0.06  | 0.07  | 0.02  | 0.05  | -    | -    |
| Taxas de câmbio efectivas                       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA (+ valorização; -depreciação)               | 8.4   | 10.7  | 5.2   | 4.2   | 1.3   | 1.3   | 3.2   | 4.0   | 4.5   | 2.2   | 1.6   | 3.2   | 4.1   | 2.6   | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -5.2  | -5.6  | 3.0   | 3.9   | 1.4   | 1.3   | 3.5   | 4.4   | 1.9   | 0.4   | -0.1  | -1.1  | 0.4   | 2.4   | -    | -    |
| Japão                                           | -7.9  | 6.9   | 24.2  | 21.1  | 19.6  | 18.8  | 18.2  | 12.4  | 7.0   | 5.5   | 1.8   | 3.6   | 3.0   | 0.5   | -    | -    |
| Preços no produtor                              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA                                             | -0.6  | -2.7  | -2.0  | -2.0  | -1.9  | -0.1  | 0.7   | 0.4   | 1.9   | 3.0   | 3.7   | 3.7   | 3.9   | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -2.7  | -2.9  | -3.1  | -2.6  | -1.9  | -1.5  | -0.5  | 0.0   | 1.6   | 3.9   | 4.5   | 3.9   | 4.3   | -     | -    | -    |
| Japão                                           | 1.8   | -3.6  | -4.5  | -4.2  | -3.8  | -3.3  | -2.7  | -2.3  | -1.2  | 0.5   | 1.1   | 1.4   | 2.1   | -     | -    | -    |
| Preços no consumidor                            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA                                             | 0.8   | 0.7   | 1.0   | 0.8   | 1.1   | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 2.1   | 2.5   | 2.7   | 2.4   | 2.2   | -     | -    | -    |
| Zona Euro                                       | -0.2  | 0.2   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 1.1   | 1.8   | 2.0   | 1.5   | 1.9   | 1.4   | -    | -    |
| Japão                                           | 2.4   | 0.2   | -0.4  | -0.4  | -0.5  | -0.5  | 0.1   | 0.5   | 0.3   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.4   | -     | -    | -    |
| Massa monetária                                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |
| EUA (M2)                                        | 5.9   | 5.7   | 7.0   | 7.0   | 7.2   | 7.2   | 7.6   | 7.3   | 7.1   | 6.6   | 6.3   | 6.3   | 6.0   | -     | -    | -    |
| Zona Euro (M3)                                  | 3.8   | 4.7   | 5.1   | 5.1   | 5.0   | 5.1   | 4.5   | 4.7   | 5.0   | 4.8   | 4.7   | 5.3   | 4.9   | -     | -    | -    |
| Japão (M2)                                      | 3.6   | 3.1   | 3.5   | 3.4   | 3.3   | 3.5   | 3.7   | 3.9   | 4.0   | 4.0   | 4.2   | 4.2   | 4.3   | -     | -    | -    |

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

## Indicadores de Conjuntura Económica Internacional II

|                                                                               | 2014      | 2015     | 2016    |         |         |         |         | 2017    |         |       |        |        |        |      |
|-------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|--------|--------|------|
|                                                                               | Jun.      | Jul.     | Ago.    | Set.    | Out.    | Nov.    | Dez.    | Jan.    | Fev.    | Mar.  | Abr.   | Mai.   | Jun.   | Jul. |
| Crescimento do Produto                                                        |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA (anualizado)                                                              | 2.3       | 0.9      | 1.4     | -       | -       | 3.5     | -       | 2.1     | -       | -     | 1.2    | -      | -      | -    |
| Zona Euro (q/q)                                                               | 0.4       | 0.4      | 0.3     | -       | 0.4     | -       | -       | 0.5     | -       | -     | 0.5    | -      | -      | -    |
| Japão (q/q)                                                                   | 0.7       | -0.3     | 0.4     | -       | 0.2     | -       | -       | 0.3     | -       | -     | 0.5    | -      | -      | -    |
| Desemprego                                                                    |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA                                                                           | 5.6       | 5.0      | 4.9     | 4.9     | 4.9     | 4.8     | 4.6     | 4.7     | 4.8     | 4.7   | 4.5    | 4.4    | 4.3    | -    |
| Zona Euro                                                                     | 11.3      | 10.4     | 10.1    | 10.0    | 9.9     | 9.9     | 9.8     | 9.7     | 9.6     | 9.5   | 9.4    | 9.4    | 9.3    | -    |
| Japão                                                                         | 3.4       | 3.3      | 3.1     | 3.0     | 3.1     | 3.0     | 3.0     | 3.1     | 3.1     | 3.0   | 2.8    | 2.8    | -      | -    |
| Confiança das Empresas                                                        |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA - Índice de confiança PME                                                 | 100.3     | 95.2     | 94.5    | 94.6    | 94.4    | 94.1    | 94.9    | 98.4    | 105.8   | 105.9 | 105.3  | 104.7  | 104.5  | -    |
| Zona Euro - Índice do Eurostat (manufaturas)                                  | -4.9      | -2.0     | -2.8    | -2.6    | -4.3    | -1.8    | -0.7    | -1.1    | 0.0     | 0.8   | 1.3    | 1.3    | 2.6    | -    |
| Japão - Índice Tankan (global)                                                | 15.0      | 18.0     | 17.0    | -       | -       | 16.0    | -       | -       | 16.0    | -     | -      | 16.0   | -      | -    |
| Confiança dos Consumidores                                                    |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA - Índice da Universidade de Michigan                                      | 93.6      | 92.6     | 93.5    | 90.0    | 89.8    | 91.2    | 87.2    | 93.8    | 98.2    | 98.5  | 96.3   | 96.9   | 97.0   | -    |
| Índice do Conference Board                                                    | 93.1      | 96.3     | 97.4    | 96.7    | 101.8   | 103.5   | 100.8   | 109.4   | 113.3   | 111.6 | 116.1  | 124.9  | 119.4  | -    |
| Zona Euro - Índice do Eurostat                                                | -11.1     | -5.8     | -7.3    | -8.0    | -8.6    | -8.3    | -8.0    | -6.2    | -5.2    | -4.9  | -6.4   | -5.1   | -3.6   | -    |
| Japão - Índice do ESRI                                                        | 38.3      | 41.8     | 42.5    | 41.6    | 42.6    | 43.0    | 42.0    | 40.5    | 42.5    | 43.0  | 42.7   | 44.1   | 43.1   | -    |
| Indicador Avançado da OCDE                                                    |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA                                                                           | 109.8     | 110.6    | 111.5   | 111.7   | 112.0   | 112.2   | 112.6   | 112.9   | 113.3   | 113.7 | 114.0  | 114.2  | -      | -    |
| Zona Euro                                                                     | 102.6     | 104.0    | 104.4   | 104.5   | 104.6   | 104.8   | 105.0   | 105.2   | 105.4   | -     | -      | -      | -      | -    |
| Japão                                                                         | 104.4     | 105.2    | 105.6   | 105.7   | 105.9   | 106.0   | 106.2   | 106.4   | 106.6   | -     | -      | -      | -      | -    |
| Indicador da Actividade Industrial                                            |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA - ISM manufaturas                                                         | 54.9      | 47.9     | 52.8    | 52.3    | 49.4    | 51.7    | 52.0    | 53.5    | 54.5    | 56.0  | 57.7   | 57.2   | 54.8   | -    |
| PMI manufaturas                                                               | 50.6      | 53.2     | 52.8    | 52.0    | 51.7    | 52.6    | 53.5    | 53.7    | 54.9    | 55.2  | 55.4   | 56.2   | 56.7   | -    |
| Japão - Índice de actividade industrial (sa)                                  | 101.9     | 101.6    | 102.9   | 103.0   | 103.4   | 103.3   | 103.4   | 103.7   | 103.7   | 103.3 | 104.0  | 103.4  | -      | -    |
| Produção Industrial (t.v.h.)                                                  |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA                                                                           | 3.2       | -3.3     | -0.8    | -1.2    | -1.3    | -1.2    | -0.8    | -0.4    | 0.8     | 0.0   | 0.4    | 1.5    | 2.2    | -    |
| Zona Euro                                                                     | 1.0       | 1.0      | 0.9     | -0.4    | 2.3     | 1.4     | 0.8     | 3.2     | 2.3     | 0.3   | 1.5    | 1.9    | -      | -    |
| Japão                                                                         | -0.1      | -2.1     | -1.6    | -4.2    | 4.5     | 1.5     | -1.2    | 4.4     | 3.1     | 3.2   | 4.7    | 3.5    | 5.7    | -    |
| Vendas a Retalho (t.v.h.)                                                     |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA                                                                           | 3.9       | 3.1      | 3.0     | 2.3     | 2.1     | 3.2     | 4.0     | 3.7     | 4.0     | 5.6   | 4.7    | 4.8    | 4.5    | -    |
| Zona Euro                                                                     | 3.2       | 3.5      | 1.9     | 2.0     | 1.4     | 1.3     | 2.9     | 2.6     | 1.4     | 1.4   | 1.7    | 2.4    | -      | -    |
| Japão                                                                         | -1.4      | -3.1     | -5.5    | -5.3    | -3.3    | -4.7    | -4.7    | -0.4    | -1.4    | 0.2   | -0.2   | 2.9    | 1.5    | -    |
| Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses) |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |        |        |        |      |
| EUA                                                                           | -751.5    | -761.9   | -374.1  | -436.8  | -498.0  | -557.4  | -620.8  | -687.7  | -752.5  | -69.0 | -134.2 | -200.3 | -268.7 | -    |
| Zona Euro                                                                     | 182.0     | 238.7    | 260.5   | 255.2   | 261.7   | 267.4   | 263.6   | 265.1   | 268.7   | 262.8 | 261.5  | 264.3  | -      | -    |
| Japão                                                                         | -12,874.9 | -2,739.1 | 1,737.5 | 2,051.8 | 2,421.7 | 2,704.5 | 3,098.1 | 3,473.3 | 3,770.6 | 105.3 | 687.5  | 793.9  | 891.5  | -    |

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

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

**Cotações no Mercado Spot**

| <b>Data</b>           | <b>EUR/USD</b> | <b>EUR/JPY</b> | <b>EUR/GBP</b> | <b>EUR/CHF</b> | <b>USD/JPY</b> |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 02-mai-17             | 1.0915         | 122.55         | 0.8452         | 1.0852         | 112.28         |
| 03-mai-17             | 1.0919         | 122.47         | 0.8444         | 1.0812         | 112.16         |
| 04-mai-17             | 1.0927         | 123.31         | 0.8477         | 1.0843         | 112.85         |
| 05-mai-17             | 1.0961         | 123.29         | 0.8471         | 1.0839         | 112.48         |
| 08-mai-17             | 1.0938         | 123.10         | 0.8447         | 1.0878         | 112.54         |
| 09-mai-17             | 1.0888         | 124.04         | 0.8430         | 1.0938         | 113.92         |
| 10-mai-17             | 1.0882         | 123.84         | 0.8399         | 1.0949         | 113.80         |
| 11-mai-17             | 1.0860         | 123.69         | 0.8449         | 1.0952         | 113.90         |
| 12-mai-17             | 1.0876         | 123.82         | 0.8459         | 1.0963         | 113.85         |
| 15-mai-17             | 1.0972         | 124.45         | 0.8493         | 1.0944         | 113.43         |
| 16-mai-17             | 1.1059         | 125.67         | 0.8587         | 1.0958         | 113.64         |
| 17-mai-17             | 1.1117         | 124.82         | 0.8575         | 1.0923         | 112.28         |
| 18-mai-17             | 1.1129         | 123.05         | 0.8536         | 1.0874         | 110.57         |
| 19-mai-17             | 1.1179         | 124.35         | 0.8591         | 1.0921         | 111.24         |
| 22-mai-17             | 1.1243         | 125.18         | 0.8635         | 1.0911         | 111.34         |
| 23-mai-17             | 1.1215         | 124.62         | 0.8646         | 1.0912         | 111.12         |
| 24-mai-17             | 1.1193         | 125.15         | 0.8634         | 1.0929         | 111.81         |
| 25-mai-17             | 1.1214         | 125.33         | 0.8653         | 1.0904         | 111.76         |
| 26-mai-17             | 1.1196         | 124.38         | 0.8719         | 1.0888         | 111.09         |
| 29-mai-17             | 1.1188         | 124.57         | 0.8709         | 1.0900         | 111.34         |
| 30-mai-17             | 1.1173         | 123.97         | 0.8679         | 1.0903         | 110.95         |
| 31-mai-17             | 1.1221         | 124.40         | 0.8737         | 1.0896         | 110.86         |
| <b>Var. Mês %</b>     | 2.80           | 1.51           | 3.37           | 0.41           | -1.26          |
| <b>Var. em 2017 %</b> | 7.22           | 1.20           | 2.61           | 1.73           | -5.61          |
| <b>Média mensal</b>   | 1.1058         | 124.09         | 0.8555         | 1.0904         | 112.24         |

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**

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

Fonte: BCE.

## Taxas de Juro Internacionais

02.Jun.17

|            | O/N    | 1 Mês  | 3 Meses | 6 Meses | 1 Ano  |
|------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| <b>EUR</b> | -0.43% | -0.40% | -0.37%  | -0.29%  | -0.17% |
| <b>USD</b> | 0.93%  | 1.08%  | 1.22%   | 1.42%   | 1.73%  |
| <b>JPY</b> | -0.01% | -0.02% | -0.01%  | 0.02%   | 0.13%  |
| <b>GBP</b> | 0.22%  | 0.25%  | 0.29%   | 0.43%   | 0.63%  |
| <b>CHF</b> | -0.78% | -0.79% | -0.73%  | -0.66%  | -0.49% |

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

**Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações**

|                                                                                           | 2015    | 2016    | 2017    |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|------|------|------|------|------|---|--|--|
|                                                                                           | Jan.    | Fev.    | Mar.    | Abr.    | Mai.    | Jun.    | Jul.  | Ago. | Set. | Out. | Nov. | Dez. |   |  |  |
| Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo                                 |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)                                             | 264,422 | 261,150 | 260,298 | 262,045 | 264,652 | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)                                                 | 2,886   | -2,596  | 1,820   | -46     | 1,228   | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Valor de Obrigações do Tesouro emitidas                                                   |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>                                 | 0       | 0       | 2,974   | 1,359   | 1,162   | 1,367   | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>                                 | 998     | 0       | 2,186   | 1,280   | 1,444   | 1,287   | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>                                    | 2,104   | -811    | 1,822   | 2,739   | -45     | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Valor Obrig. emitidas por Empresas (10 <sup>6</sup> euros)                                |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)                                             | 33,848  | 33,606  | 33,946  | 33,898  | 34,741  | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>                                    | 1,340   | 77      | 377     | -62     | 849     | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras ( 10 <sup>6</sup> euros)               |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)                                             | 51,509  | 45,836  | 45,845  | 43,613  | 44,435  | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>                                    | -235    | -1,716  | -39     | -2,279  | 737     | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Dívida Pública Transaccionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)              |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| BT's                                                                                      | 119,879 | 131,258 | 133,146 | 135,441 | 135,350 | 138,988 | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| OT's                                                                                      | 15,023  | 15,136  | 14,774  | 16,054  | 15,035  | 16,322  | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Outras obrigações                                                                         | 103,865 | 110,076 | 112,326 | 113,396 | 114,323 | 115,675 | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)                                                          | 51      | 51      | 51      | 51      | 51      | 51      | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)                          | 940     | 5,995   | 5,995   | 5,940   | 5,941   | 6,940   | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
|                                                                                           | 5,745   | 3,109   | 3,243   | 3,322   | 2,396   | 2,872   | 2,887 | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>                                   |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
| Stock em fim de período/Capitalização Bolsista                                            | 78,144  | 63,916  | -       | -       | 65,125  | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
|                                                                                           | 0.8     | 0.6     | -       | -       | 0.6     | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |
| Trans. de Obrig. do Tesouro no MEDIP: <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros) |         |         |         |         |         |         |       |      |      |      |      |      |   |  |  |
|                                                                                           | 141     | 87      | 165     | 248     | -       | -       | -     | -    | -    | -    | -    | -    | - |  |  |

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVL, IGC.

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 aforro.

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

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

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

## Taxa de Rendimento de Obrigações do Tesouro

05.Jun.17

| Título                   | Maturidade | Saldo vivo<br>(10 <sup>6</sup> EUR) | Anos | Vida<br>Meses | Cupão  | Preço  | Modified<br>Duration | YTM     |
|--------------------------|------------|-------------------------------------|------|---------------|--------|--------|----------------------|---------|
| <b>Obrig. do Tesouro</b> |            |                                     |      |               |        |        |                      |         |
| Ots 10 Anos 08           | 2018-06-15 | 7,069                               | 1    | 0             | 4.450% | 104.66 | 0.99                 | -0.096% |
| Ots 10 Anos 09           | 2019-06-14 | 10,139                              | 2    | 0             | 4.750% | 109.04 | 1.89                 | 0.260%  |
| Ots 10 Anos 10           | 2020-06-15 | 11,244                              | 3    | 0             | 4.800% | 112.89 | 2.77                 | 0.496%  |
| OTs 15 Anos 05           | 2021-04-15 | 13,640                              | 3    | 10            | 3.850% | 111.90 | 3.63                 | 0.711%  |
| OTs 7 Anos 15            | 2022-10-17 | 6,609                               | 5    | 4             | 2.200% | 103.94 | 4.99                 | 1.431%  |
| OTs 15 Anos 08           | 2023-10-25 | 8,558                               | 6    | 4             | 4.950% | 118.00 | 5.46                 | 1.926%  |
| Ots 10 Anos 13           | 2024-02-15 | 12,711                              | 6    | 8             | 5.650% | 121.18 | 5.65                 | 2.211%  |
| Ots 10 anos 15           | 2025-10-15 | 12,613                              | 8    | 4             | 2.875% | 102.63 | 7.21                 | 2.920%  |
| Ots 10 anos 16           | 2026-01-21 | 7,983                               | 8    | 7             | 2.875% | 100.95 | 7.46                 | 2.920%  |
| Ots 10 anos 17           | 2027-04-14 | 3,732                               | 9    | 10            | 4.125% | 109.21 | 8.10                 | 2.920%  |
| Ots 15 anos 14           | 2030-02-15 | 4,915                               | 12   | 8             | 3.875% | 104.56 | 9.88                 | 3.425%  |
| OTs 30 Anos 06           | 2037-04-15 | 8,604                               | 19   | 10            | 4.100% | 105.88 | 13.57                | 3.677%  |
| OTs 30 Anos 15           | 2045-02-15 | 3,000                               | 27   | 8             | 4.100% | 103.47 | 16.15                | 4.131%  |
| OTs 30 Anos 15           | 2045-02-15 | 3,000                               | 28   | 4             | 4.100% | 96.93  | 16.13                | 4.131%  |

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações

|                        | 01.06.2017 | Var. % 1m | Var. % 6m | Var. % Ytd | Var. % face Mínimo 52semanas | Data Mínimo 52 semanas | Var. % face Máximo 52semanas | Data Máximo 52semanas | Var. % 1ano | Ind. Geral PER Estimado |
|------------------------|------------|-----------|-----------|------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------|-------------------------|
| DJ EURO STOXX 50       | 3,567.0    | 0.6       | 19.4      | 9.4        | 34.5                         | 2016-06-27             | -1.8                         | 2017-05-08            | 18.7        | 15.3                    |
| DJ EURO STOXX          | 385.8      | 1.4       | 20.2      | 11.1       | 35.4                         | 2016-06-27             | -1.0                         | 2017-05-08            | 19.7        | 15.8                    |
| DJ EUROPE STOXX 50     | 3,224.5    | 1.5       | 15.5      | 7.8        | 23.6                         | 2016-06-27             | -1.0                         | 2017-05-16            | 12.8        | 16.0                    |
| DJ EUROPE STOXX        | 391.7      | 1.2       | 16.1      | 9.0        | 28.0                         | 2016-06-27             | -0.6                         | 2017-05-15            | 14.5        | 16.2                    |
| MSCI EUROPE            | 1,599.4    | 1.6       | 16.2      | 8.9        | 16.2                         | 2016-12-02             | 14.9                         | 2016-11-25            | 18.4        | 15.9                    |
| BBG US INTERNET        | 149.4      | 1.9       | 23.2      | 20.9       | 42.0                         | 2016-06-27             | 0.0                          | 2017-06-01            | 30.5        | 29.6                    |
| FTSE 100               | 7,543.8    | 4.6       | 12.7      | 6.2        | 31.0                         | 2016-06-24             | -0.2                         | 2017-06-02            | 22.6        | 15.3                    |
| DAX                    | 12,664.9   | 2.3       | 21.6      | 11.4       | 38.8                         | 2016-06-27             | -0.4                         | 2017-05-16            | 25.3        | 14.1                    |
| CAC 40                 | 5,318.7    | 1.1       | 18.4      | 10.3       | 35.6                         | 2016-06-27             | -1.5                         | 2017-05-08            | 20.1        | 15.9                    |
| PSI-20                 | 5,313.6    | 4.1       | 21.3      | 13.9       | 27.6                         | 2016-06-24             | -0.1                         | 2017-06-02            | 9.8         | 18.8                    |
| IBEX 35                | 10,881.0   | 1.5       | 27.6      | 17.4       | 44.9                         | 2016-06-27             | -1.8                         | 2017-05-08            | 22.6        | 15.2                    |
| DOW JONES INDUST.      | 21,144.2   | 0.9       | 10.3      | 7.0        | 23.9                         | 2016-06-27             | -0.1                         | 2017-03-01            | 18.5        | 17.4                    |
| S&P 500                | 2,430.1    | 1.6       | 10.9      | 8.5        | 22.0                         | 2016-06-27             | -0.0                         | 2017-06-01            | 15.4        | 18.7                    |
| NASDAQ COMPOSITE INDEX | 6,246.8    | 2.5       | 18.9      | 16.0       | 36.6                         | 2016-06-27             | -0.0                         | 2017-06-01            | 25.7        | 23.8                    |
| S&P UTILITIES          | 579.9      | 1.7       | 7.4       | 7.8        | 26.2                         | 2016-06-27             | -0.2                         | 2017-06-01            | 19.7        | 18.8                    |
| S&P FINANCIALS INDEX   | 389.9      | -0.7      | 3.9       | 0.9        | 35.4                         | 2016-06-27             | -7.0                         | 2017-03-01            | 21.6        | 14.0                    |
| NIKKEI 225             | 20,177.3   | 3.8       | 9.5       | 5.6        | 35.7                         | 2016-06-24             | -0.3                         | 2017-06-02            | 21.8        | 17.7                    |
| BOVESPA                | 62,288.5   | -6.6      | 3.3       | 3.4        | 29.6                         | 2016-06-16             | -10.4                        | 2017-02-23            | 24.9        | 11.6                    |
| MSCI WORLD             | 1,472.4    | 1.4       | 11.3      | 7.9        | 12.2                         | 2016-11-16             | 10.3                         | 2016-11-25            | 16.0        | 17.4                    |

Fonte: Bloomberg.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Ações (cont.)

|                          | 01.06.2017 | Var. % 1m | Var. % 6m | Var. % Ytd | Var. % face Mínimo 52semanas | Data Mínimo 52semanas | Var. % face Máximo 52semanas | Data Máximo 52semanas | Var. % 1ano | Ind. Geral PER Estimado |
|--------------------------|------------|-----------|-----------|------------|------------------------------|-----------------------|------------------------------|-----------------------|-------------|-------------------------|
| DJ EUROPE TELECOM        | 310.9      | 4.6       | 14.8      | 6.7        | 16.1                         | 2016-12-02            | -4.4                         | 2016-06-03            | -3.5        | 18.0                    |
| DJ EUROPE BANK           | 180.6      | -1.1      | 15.9      | 7.5        | 57.4                         | 2016-07-06            | -4.4                         | 2017-05-08            | 22.0        | 12.7                    |
| DJ EUROPE TECHNLOGY      | 435.3      | 2.9       | 30.5      | 19.2       | 46.5                         | 2016-06-27            | -0.1                         | 2017-06-02            | 32.6        | 23.5                    |
| DJ EUROPE INDUSTRIAL     | 522.8      | -0.2      | 18.5      | 13.0       | 37.8                         | 2016-06-27            | -0.6                         | 2017-05-09            | 21.6        | 18.9                    |
| DJ EUROPE INSURANCE      | 277.1      | -0.4      | 9.7       | 3.5        | 37.1                         | 2016-07-06            | -1.8                         | 2017-05-10            | 11.4        | 11.6                    |
| DJ EUROPE MEDIA          | 293.8      | 1.6       | 14.0      | 4.6        | 18.2                         | 2016-06-27            | -0.1                         | 2017-05-09            | 2.4         | 17.5                    |
| DJ EUROPE FINANCIAL      | 480.2      | -0.3      | 19.9      | 16.4       | 40.8                         | 2016-06-27            | -1.8                         | 2017-05-15            | 18.3        | 17.8                    |
| DJ EUROPE OIL&GAS        | 306.9      | -0.7      | 2.3       | -5.1       | 17.8                         | 2016-06-16            | -7.5                         | 2017-01-03            | 13.2        | 15.6                    |
| DJ EUROPE UTILITY        | 306.8      | 5.9       | 19.1      | 11.2       | 21.2                         | 2016-11-21            | -0.4                         | 2017-05-31            | 6.3         | 15.0                    |
| DJ EUROPE AUTO           | 557.8      | -1.7      | 15.5      | 4.2        | 40.3                         | 2016-07-06            | -3.9                         | 2017-05-10            | 15.8        | 8.2                     |
| DJ EUROPE CONSTRUCT      | 472.4      | -1.0      | 17.9      | 11.6       | 39.2                         | 2016-06-27            | -2.0                         | 2017-05-08            | 20.8        | 18.8                    |
| DJ EUROPE HEALTHCARE     | 791.9      | 3.1       | 18.8      | 11.9       | 22.3                         | 2016-11-04            | -0.8                         | 2017-05-15            | 6.9         | 18.3                    |
| DJ EUROPE PR & HO GOODS  | 898.4      | 1.7       | 23.8      | 17.2       | 26.8                         | 2016-06-27            | -0.2                         | 2017-06-02            | n.a.        | 20.5                    |
| DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE | 269.2      | 3.6       | 22.2      | 14.4       | 32.1                         | 2016-06-27            | -0.0                         | 2017-06-02            | n.a.        | 17.0                    |
| DJ EUROPE BAS.RESR       | 391.3      | -3.0      | 0.1       | -1.5       | 49.9                         | 2016-06-14            | -14.1                        | 2017-02-13            | 46.4        | 10.6                    |
| DJ EUROPE FOOD&BEV       | 674.9      | 4.4       | 17.9      | 11.1       | 19.4                         | 2016-12-02            | -0.2                         | 2017-06-02            | 6.9         | 22.5                    |
| DJ EUROPE CHEMICAL       | 929.9      | 1.0       | 17.4      | 9.4        | 32.5                         | 2016-06-27            | -1.2                         | 2017-05-09            | n.a.        | 18.1                    |
| DJ EUROPE RETAIL         | 325.9      | 1.6       | 8.1       | 4.2        | 19.9                         | 2016-06-27            | -0.9                         | 2017-05-23            | n.a.        | n.a.                    |

|                                |       |      |       |       |      |            |       |            |      |      |
|--------------------------------|-------|------|-------|-------|------|------------|-------|------------|------|------|
| S&P AUTOMOBILES                | 124.6 | 4.8  | 3.0   | 2.7   | 18.8 | 2016-06-27 | -6.1  | 2017-03-16 | 6.5  | 7.7  |
| S&P INFORMATION TECHNOLOGY     | 969.6 | 3.3  | 24.1  | 20.0  | 43.3 | 2016-06-27 | -0.4  | 2017-05-31 | 32.7 | 19.4 |
| S&P CONSUMER DISCRETIONARY     | 730.0 | 1.6  | 13.1  | 12.7  | 23.8 | 2016-06-27 | 0.0   | 2017-06-01 | 15.7 | 20.6 |
| S&P CONSUMER STAPLES           | 585.8 | 4.5  | 13.3  | 10.2  | 14.6 | 2016-12-01 | -0.0  | 2017-06-01 | 7.7  | 21.7 |
| S&P ENERGY                     | 482.4 | -2.6 | -11.8 | -13.0 | 1.2  | 2017-05-31 | -15.9 | 2016-12-13 | -2.7 | 30.2 |
| S&P HEALTH CARE                | 887.9 | 1.3  | 12.6  | 11.4  | 16.4 | 2016-11-03 | -0.0  | 2017-06-01 | 6.2  | 16.6 |
| S&P MATERIALS                  | 335.9 | 0.7  | 7.4   | 7.6   | 20.9 | 2016-06-27 | -0.5  | 2017-04-26 | 13.4 | 19.0 |
| S&P TELECOMMUNICATION SERVICES | 159.7 | 0.5  | -2.2  | -9.6  | 4.7  | 2016-11-14 | -13.9 | 2016-07-05 | -3.9 | 13.3 |
| S&P MATERIALS                  | 328.3 | 5.2  | 8.5   | 5.2   | 36.1 | 2016-02-02 | -1.9  | 2017-01-26 | 34.6 | 18.2 |
| S&P TELECOMMUNICATION SERVICES | 169.2 | -4.2 | -6.0  | -4.2  | 10.9 | 2016-11-14 | -8.7  | 2016-07-05 | 7.3  | 13.8 |

Fonte: Bloomberg.

**Índices CRB de Preços de Futuros de Commodities**

|                             | Preços |           |         |          |          |          |           | Variação |         |         |          |        |
|-----------------------------|--------|-----------|---------|----------|----------|----------|-----------|----------|---------|---------|----------|--------|
|                             | Peso   | 02.Mai.17 | 1 mês   | 3 meses  | 6 meses  | 12 meses | 31.dez.15 | 1 mês    | 3 meses | 6 meses | 12 meses | ytd    |
| <b>CRB Futuros</b>          |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Índice Global               | 0.999  | 179.09    | 183.143 | 192.6546 | 192.5403 | 187.6158 | 193.733   | -2.2%    | -7.0%   | -7.0%   | -4.5%    | -7.6%  |
| <b>CRB Energia</b>          |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Petróleo                    |        | 47.49     | 47.9    | 47.9     | 47.9     | 47.9     | 47.9      | -0.9%    | -0.9%   | -0.9%   | -0.9%    | -0.9%  |
| Heating oil                 |        | 148.19    | 150.35  | 150.35   | 150.35   | 150.35   | 150.35    | -1.4%    | -1.4%   | -1.4%   | -1.4%    | -1.4%  |
| Gas natural                 |        | 3.037     | 2.262   | 2.262    | 2.262    | 2.262    | 2.262     | 34.3%    | 34.3%   | 34.3%   | 34.3%    | 34.3%  |
| <b>CRB Metais Preciosos</b> |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Ouro                        |        | 1260.4    | 1257    | 1232.9   | 1175.1   | 1209.8   | 1151.7    | 0.3%     | 2.2%    | 7.3%    | 4.2%     | 9.4%   |
| Platina                     |        | 931.5     | 926     | 989.9    | 932.7    | 960.1    | 901.6     | 0.6%     | -5.9%   | -0.1%   | -3.0%    | 3.3%   |
| Prata                       |        | 17.225    | 16.769  | 17.705   | 16.753   | 16.025   | 15.989    | 2.7%     | -2.7%   | 2.8%    | 7.5%     | 7.7%   |
| <b>CRB Agrícola</b>         |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Milho                       |        | 370.75    | 379     | 379      | 379      | 379      | 379       | -2.2%    | -2.2%   | -2.2%   | -2.2%    | -2.2%  |
| Sementes de soja            |        | 914       | 910.5   | 910.5    | 910.5    | 910.5    | 910.5     | 0.4%     | 0.4%    | 0.4%    | 0.4%     | 0.4%   |
| Trigo                       |        | 428.25    | 519     | 519      | 519      | 519      | 519       | -17.5%   | -17.5%  | -17.5%  | -17.5%   | -17.5% |
| <b>CRB Alimentares</b>      |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Cacau                       |        | 2024      | 3366    | 3366     | 3366     | 3366     | 3366      | -39.9%   | -39.9%  | -39.9%  | -39.9%   | -39.9% |
| Café                        |        | 127.7     | 114.25  | 114.25   | 114.25   | 114.25   | 114.25    | 11.8%    | 11.8%   | 11.8%   | 11.8%    | 11.8%  |
| Sumo de laranja             |        | 131.9     | 106.8   | 106.8    | 106.8    | 106.8    | 106.8     | 23.5%    | 23.5%   | 23.5%   | 23.5%    | 23.5%  |
| Açúcar                      |        | 14.13     | 14.78   | 14.78    | 14.78    | 14.78    | 14.78     | -4.4%    | -4.4%   | -4.4%   | -4.4%    | -4.4%  |
| <b>CRB Industriais</b>      |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Cobre                       |        | 255.8     | 233.05  | 233.05   | 233.05   | 233.05   | 233.05    | 9.8%     | 9.8%    | 9.8%    | 9.8%     | 9.8%   |
| Algodão                     |        | 77.42     | 61.61   | 61.61    | 61.61    | 61.61    | 61.61     | 25.7%    | 25.7%   | 25.7%   | 25.7%    | 25.7%  |
| <b>CRB Gado</b>             |        |           |         |          |          |          |           |          |         |         |          |        |
| Bovino                      |        | 127.425   | 127.05  | 116.15   | 108.225  | 121.725  | 119       | 0.3%     | 9.7%    | 17.7%   | 4.7%     | 7.1%   |
| Suíno                       |        | 80.925    | 66.95   | 68.275   | 50.75    | 82.025   | 66.15     | 20.9%    | 18.5%   | 59.5%   | -1.3%    | 22.3%  |

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