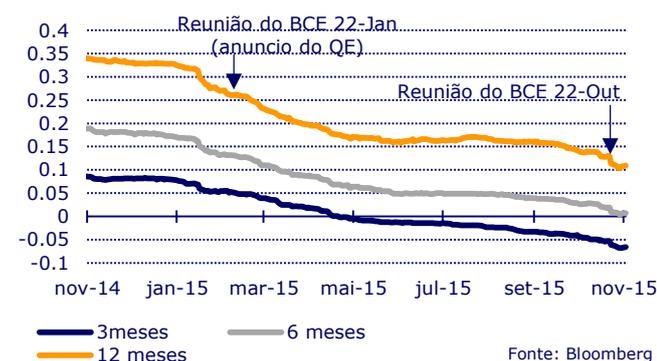


MAIS ESTÍMULOS DO BCE PODEM ESTAR A CAMINHO

- O BCE admitiu que está preparado para rever o grau de acomodação da política monetária, avançando que isto pode incluir novos cortes nas taxas de juro ou uma revisão do programa de compra de activos, de forma a cimentar a confiança na recuperação da economia da zona euro e sustentar uma subida das expectativas de inflação. Apesar da melhoria da procura interna, os factores externos continuam a ameaçar a recuperação em curso na zona euro, nomeadamente, os desenvolvimentos nas economias emergentes, a apreciação da taxa de câmbio nominal efectiva e a elevada correlação entre os preços do petróleo e as expectativas de inflação.
- Na última reunião, o Banco Central Europeu manteve as taxas de juro e as medidas de política monetária não convencionais inalteradas, mas lançou expectativas de que mais medidas de expansão monetária podem estar a caminho. O BCE anunciou que o grau de acomodação da sua política monetária terá que ser reavaliado na próxima reunião de Dezembro, quando deverão ser divulgadas as novas projecções macroeconómicas. O comité de política monetária do BCE mostrou que está aberto a várias possibilidades, que incluem o reforço do programa de compra de activos ou mesmo uma nova redução da taxa de juro dos depósitos. Durante a conferência de imprensa Draghi admitiu mesmo que alguns dos membros do comité de Política Monetária sugeriam uma intervenção de imediato. De uma maneira geral, as declarações foram bastante explícitas para sinalizar que o BCE tenciona anunciar novas medidas de política monetária, e esta informação levou os mercados a darem como muito provável uma intervenção na próxima reunião de Dezembro. A resposta imediata ficou patente na reacção do EUR/USD, no indicador de expectativas de inflação e nas bolsas, ficando implícito que uma não intervenção poderia neste momento conduzir a uma reacção contrária.

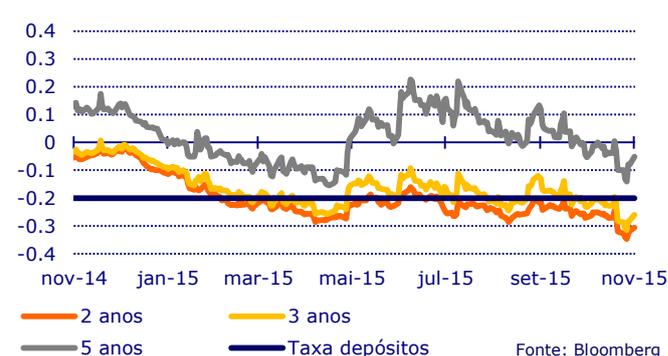
Taxas Euribor

(percentagem)



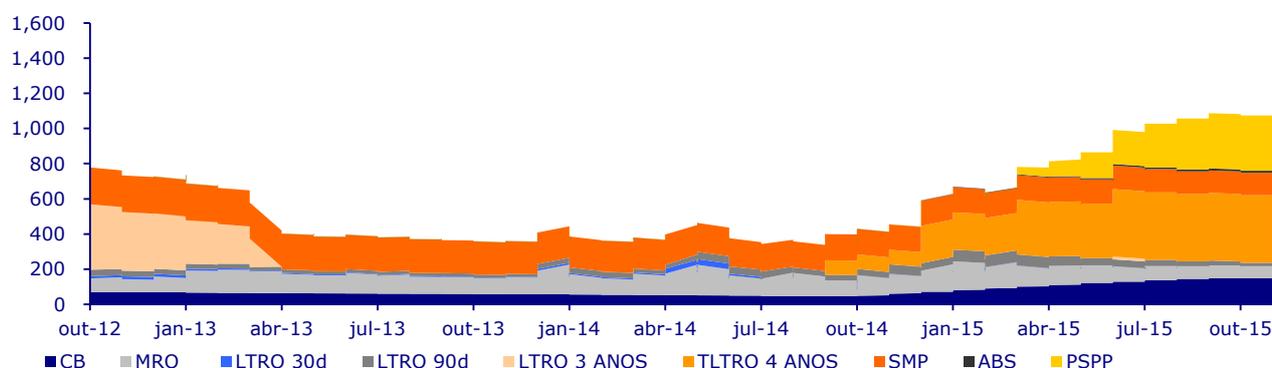
Yields obrigações soberanas (Alemanha)

(percentagem)



Operações de financiamento do BCE

(mil milhões de euros)



Com efeito, as discussões avançaram rapidamente para o tipo de medidas que poderão estar em cima da mesa. O BCE poderá decidir estender a duração do programa para além de Setembro de 2016, mas também alterar o ritmo ou a dimensão das compras de activos. O tipo de activos que o BCE pode comprar pode ser alterado através de uma redefinição dos actuais critérios ou limites definidos para o programa de compra de dívida diversa. Especula-se também que as decisões possam incluir um corte na taxa dos depósitos (actualmente em -0.20%), não só pelo facto de Draghi ter admitido que a discussão sobre esta possibilidade esteve em cima da mesa, mas também porque esta medida poderia contribuir para

TEMAS EM DESTAQUE

MAIS ESTÍMULOS DO BCE PODEM ESTAR A CAMINHO (cont.)

aumentar o universo de activos disponíveis para aquisição, na medida em que a compra de títulos de dívida pública está limitada a títulos com *yields* iguais ou acima da taxa de juro da facilidade marginal de depósitos (esta pode ser uma solução caso se pretenda alargar o actual montante de compras mensais).

Quanto às justificações para esta postura, a declaração introdutória aludiu novamente para os riscos de os acontecimentos nas economias emergentes poderem afectar a recuperação económica da zona euro, mas o maior foco foi dado aos factores que estão a atrasar o processo de recuperação dos níveis de inflação. Em particular, na conferência de imprensa, tanto o Presidente como Vice-presidente foram bastante convincentes sobre os riscos para autoridade monetária, de não conseguirem manter as expectativas de inflação ancoradas em níveis compatíveis com o objectivo de uma taxa de inflação inferior mas perto de 2%. De facto, ainda que os preços do petróleo sejam a principal causa dos níveis baixos do crescimento do nível geral de preços, e que portanto se antecipe uma recuperação da variação do índice para o final do ano (devido aos efeitos da base associados à queda dos preços do petróleo no final de 2014), a verdade é que as expectativas de inflação para o curto prazo (baseadas nos indicadores de mercado), voltaram a deteriorar-se desde a última reunião. O Vice-presidente foi ainda mais convincente citando várias razões que justificam a preocupação do Banco Central em implementar medidas para impulsionar a taxa de inflação, incluindo o facto de a própria taxa de inflação tipicamente sobrestimar o crescimento dos preços (*measurement bias*), os riscos de aumento do fardo da dívida em países altamente endividados, e o aumento das taxas de juro reais. Neste contexto, Draghi alertou para o risco de a elevada correlação entre os preços do petróleo e as expectativas de inflação, por em causa a convergência das expectativas de inflação para 2%. Aos riscos dos baixos preços do petróleo acrescem os receios de que a apreciação do Euro possa ter um impacto indesejado sobre o crescimento dos preços (recorde-se que nos últimos meses a taxa de câmbio nominal efectiva do euro voltou a apreciar).

INFLAÇÃO - AFINAL EXISTEM RISCOS DE DEFLAÇÃO?

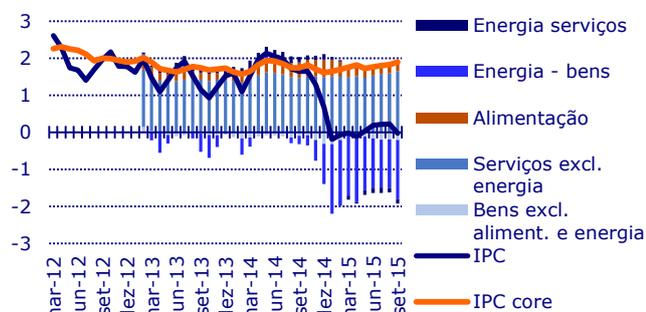
□ A taxa de inflação voltou a situar-se em terreno negativo nas principais economias, acordando os receios de formação de pressões deflacionistas. Todavia, a evolução recente da inflação subjacente – que exclui alimentação e energia, cujos preços estão normalmente sujeitos a maior volatilidade – evidencia um comportamento estável do ritmo de crescimento dos preços. De facto, nos EUA a inflação subjacente tem-se situado em torno de 1.8% e na UEM em torno de 1.0%, positiva mas abaixo do nível em que o BCE considera que o comportamento dos preços é estável (2%). A análise das diversas componentes que formam os índices de preços no consumidor indica que a evolução do IPC global reflecte, essencialmente, a queda dos preços dos bens energéticos.

□ Nos EUA, a componente energia representa 8% do IPC global, dos quais 4.2% são relativos ao peso dos combustíveis no cabaz e 3.8% a preços de serviços relacionados com o sector energético. Adicionalmente, observa-se que a variação homóloga destas duas componentes mostra que os preços têm apresentado quedas na ordem dos 18% desde o início de 2015, reflectindo-se num contributo consideravelmente negativo destas classes para a variação do IPC global. Em Setembro, o IPC global registou uma variação homóloga de -0.02%, para a qual a contribuição dos bens e serviços energéticos foi de -1.7 pontos percentuais, compensada na sua totalidade pela evolução dos preços dos serviços que no mesmo período contribuíram com +1.7 pontos percentuais para o índice global. A evolução desta última classe reflecte o maior dinamismo do mercado imobiliário norte-americano, observando-se um contributo de +1.0 ponto percentual dos custos relacionados com habitação, incluindo rendas. A inflação homóloga desta última classe tem-se situado em torno de 3% desde o início do ano.

□ Na zona euro, a classe energia representa 10.6% do total do IPCH, tendo em Setembro registado uma queda de 8.9%, contribuindo com -0.96 pontos percentuais para a queda de -0.1% do IPC global. O contributo negativo dos preços dos bens e serviços energéticos foi parcialmente compensado pelos contributos de +0.27 pontos percentuais por parte da classe alimentação, bebidas e tabaco e de +0.53 pontos percentuais por parte dos preços dos serviços. A variação mais moderada dos preços na zona euro face ao observado nos EUA reflectirá também maiores fragilidades no mercado laboral europeu.

EUA - Taxa de inflação

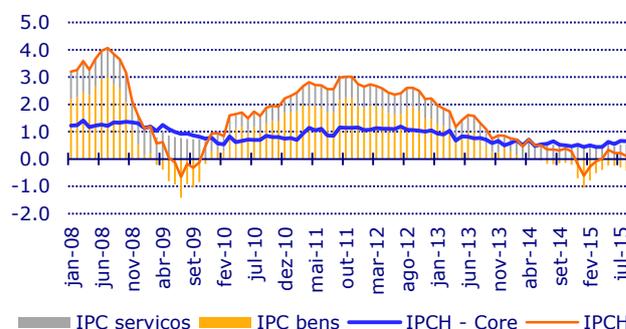
(tvh)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

Zona euro - Taxa de inflação

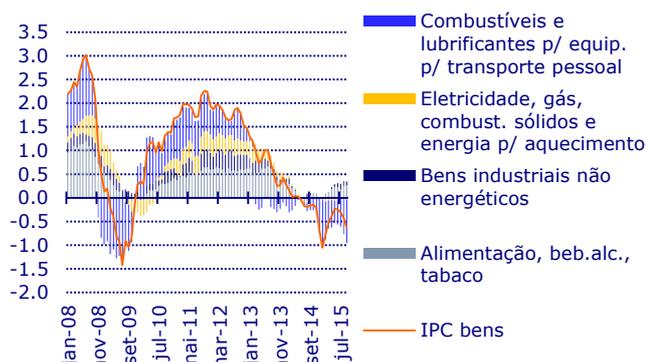
(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Zona euro - Taxa de inflação bens

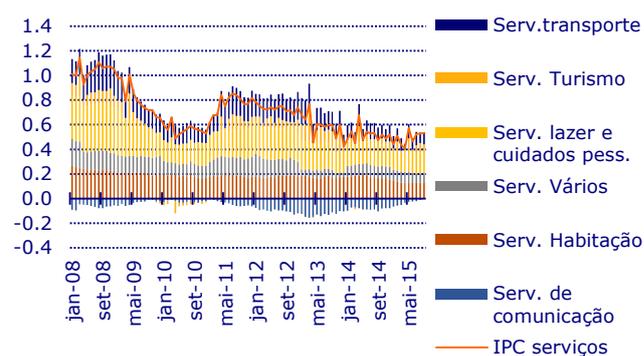
(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Zona euro - Taxa de inflação serviços

(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

TEMAS EM DESTAQUE

INFLAÇÃO - AFINAL EXISTEM RISCOS DE DEFLAÇÃO? (cont.)

□ A evolução da taxa de inflação subjacente, tanto nos EUA como na zona euro, e o facto de não se observar uma queda generalizada dos preços dos bens e serviços que formam os respectivos cabazes sugere que o risco de materialização de um ambiente deflacionista é relativamente reduzido. Contudo, a evolução dos indicadores que avaliam as expectativas inflacionistas no médio/longo prazo sugerem que o cenário de baixas taxas de inflação – inferiores aos níveis desejados pelas autoridades monetárias – se poderá manter, justificando o recente anúncio por parte do BCE que novas medidas de estímulo monetário estão na calha.

□ Num cenário em que os preços dos bens energéticos se mantenham relativamente estáveis ou sofram apenas pequenas quedas, como sugere a evolução dos preços implícitos nos futuros do preço do petróleo, admite-se que até ao final do ano e durante 2016 se verifique um movimento de subida gradual da taxa de inflação, em grande parte motivado por efeitos estatísticos relacionados com a queda dos IPC na segunda metade de 2014. Este facto será, no entanto diverso nos EUA e na zona euro, na medida em que no primeiro se observam sinais mais fortes de retoma, nomeadamente no mercado de trabalho e no mercado imobiliário. Na UEM, a retoma tem-se apresentado mais anémica, mantendo-se a folga produtiva elevada com consequências no comportamento dos preços.

□ Para além do comportamento actual dos preços, a avaliação da tendência futura para a taxa de inflação realiza-se através de indicadores que medem as expectativas inflacionistas. E neste campo, não são claros os sinais que apontam para a aceleração do ritmo de crescimento dos preços para níveis mais próximos dos considerados óptimos por parte das autoridades monetárias. De facto, a avaliação das expectativas de inflação tendo por base as taxas de juros de longo prazo, aponta para que a inflação se mantenha em níveis reduzidos num período de tempo relativamente longo. A taxa de inflação implícita nos *inflation swap* a cinco anos situa-se em 1.6% na zona euro (1.9% em Julho) e em 1.8% nos EUA (2.4% em Julho) entre os 1.2% e os 1.7%, claramente abaixo dos objectivos dos bancos centrais, principalmente no caso da zona euro.

□ Na avaliação da dinâmica da inflação, importa ter em conta as diversas perspectivas que estão em causa. Um cenário de crescimento debilitado dos preços beneficia as perspectivas quanto à evolução do rendimento disponível das famílias, dando suporte ao consumo privado, podendo contribuir para a aceleração do ritmo de crescimento do PIB desde que isso não implique um aumento excessivo das importações. No entanto, para os agentes económicos com níveis de endividamento mais elevados, a permanência de um cenário de baixo crescimento dos preços surge como desfavorável, na medida em que taxas de juro reais mais elevadas implicam maior peso do serviço da dívida a suportar, compensando, pelo menos parcialmente, o efeito benigno no comportamento do rendimento disponível. Este facto justificará a actual postura do Banco Central Europeu de abertura a reforço das medidas que favoreçam o reinflacionar da economia. Acresce que baixas taxas de inflação propicia uma diluição mais lenta dos níveis de endividamento.

A taxa de variação do IPCH para Portugal tem-se mantido relativamente estável desde Maio, tendo em Setembro registado uma variação homóloga de 0.9%. Todavia, o índice subjacente apresenta uma clara tendência ascendente, tendo em Setembro crescido 1.1% em termos homólogos. Tal como

Petróleo - preço implícito nos futuros (WTI)

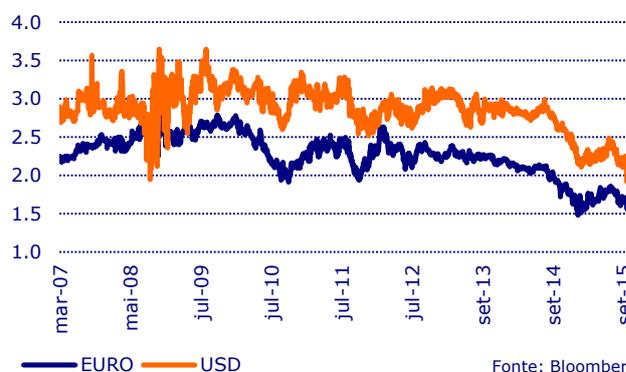
(usd por barril)



Fonte: Bloomberg

Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps 5y

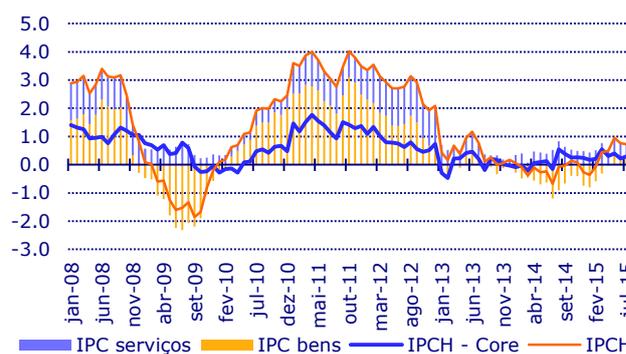
(%)



Fonte: Bloomberg

Portugal - Taxa de inflação

(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

INFLAÇÃO - AFINAL EXISTEM RISCOS DE DEFLAÇÃO? (cont.)

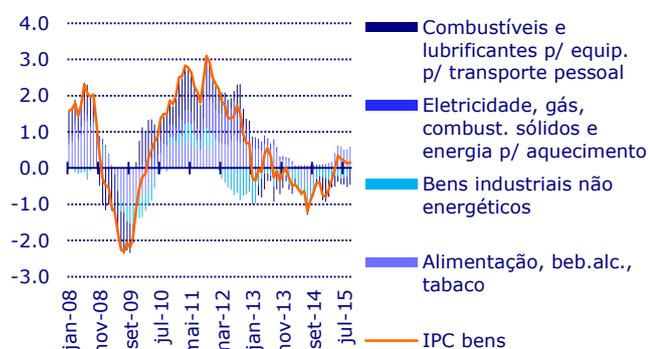
na zona euro, o principal factor por detrás da baixa taxa de inflação relaciona-se com a queda dos preços das commodities energéticas. Com efeito, a taxa de inflação dos bens foi de 0.27%, reflectindo o efeito da queda de 5.7% nos preços dos bens energéticos (em termos homólogos, os preços do gasóleo e da gasolina 95 caíram 7.3% e 5.7%, respectivamente). Por seu turno, nos serviços, observa-se uma tendência ascendente. Em termos homólogos o IPCH dos serviços aumentou 1.75% naquele mês, reflectindo aumento dos preços nos serviços de comunicação, turismo e transportes.

Previsões económicas do BPI

	IPC (Tx Var média)		
	2014	2015	2016
EUA	1.6%	0.3%	2.0%
Zona Euro	0.4%	0.2%	1.5%

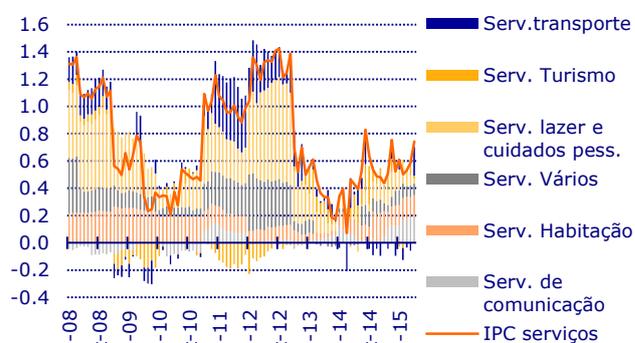
Portugal - Taxa de inflação bens

(tvh)



Portugal - Taxa de inflação serviços

(tvh)



TEMAS EM DESTAQUE

GRUPO VOLKSWAGEN: DEVE O PROBLEMA DAS EMISSÕES PREOCUPAR A EUROPA?

Sector automóvel

□ As vendas mundiais de automóveis sofreram uma queda substancial durante a crise financeira de 2008-09. **Actualmente, o volume de automóveis vendidos voltou a níveis pré-crise, em linha com o aumento da procura mundial, especialmente dos mercados asiáticos e norte-americano.** A produção mundial de automóveis também foi adversamente afectada com a recente crise financeira internacional, recuperando gradualmente nos últimos anos, impulsionada, principalmente, pela produção de veículos de passageiros. Dados relativos a 2014 revelam que a China é o principal produtor de automóveis de passageiros no mundo, seguida pela Alemanha, Japão, Coreia do Sul e EUA.

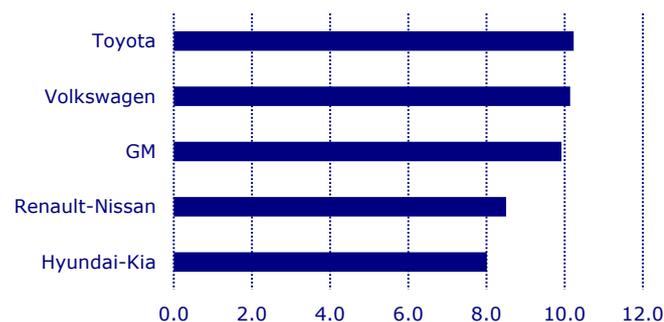
□ A Toyota lidera a lista dos principais fabricantes mundiais de automóveis (11.6% da produção mundial em 2014), seguida pela Volkswagen, com uma quota de 11% da produção mundial em 2014. No entanto, se tivermos em conta apenas os veículos ligeiros de passageiros, a Volkswagen lidera a lista, com 9.92 milhões de veículos vendidos em 2014, o que contrasta com 9.82 milhões da Toyota.

□ **De acordo com a Comissão Europeia, o sector automóvel representa 4% do PIB da União Europeia, emprega cerca de 12 milhões de pessoas (directa e indirectamente), o equivalente a 5.6% da força de trabalho, e tem um efeito multiplicador importante na economia.** De facto, a indústria automóvel tem fortes ligações com várias indústrias a montante (siderurgia, químicos e têxteis), e indústrias a jusante (empresas de reparação e de comercialização). Em 2013, a produção de veículos de passageiros na União Europeia correspondeu a mais de 22% da produção mundial registada nesse ano.

□ A indústria automóvel tem um peso relevante nalgumas economias da Zona Euro, especialmente **na Alemanha, onde a produção automóvel representa 11%-12% do output da indústria transformadora e quase 3% do valor acrescentado total**, de acordo com o BNP Paribas. No caso da Zona Euro como um todo, a indústria automóvel tem um peso de 6% e 1% no output da indústria transformadora e no valor acrescentado total, respectivamente, de acordo com a mesma fonte.

Fabricantes líderes na produção de veículos automóveis, baseado nas vendas globais (2014)

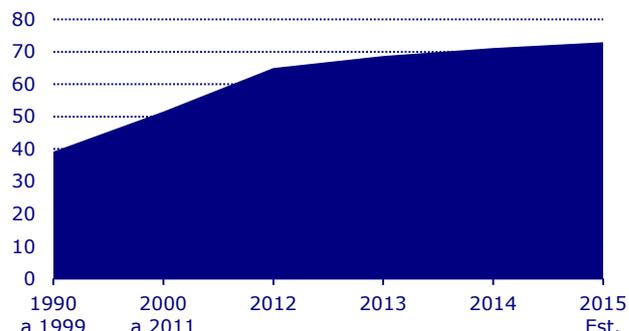
(milhões de veículos)



Fonte: Statista

Vendas mundiais de automóveis

(milhões de veículos)



Fonte: Statista

Produção mundial de automóveis

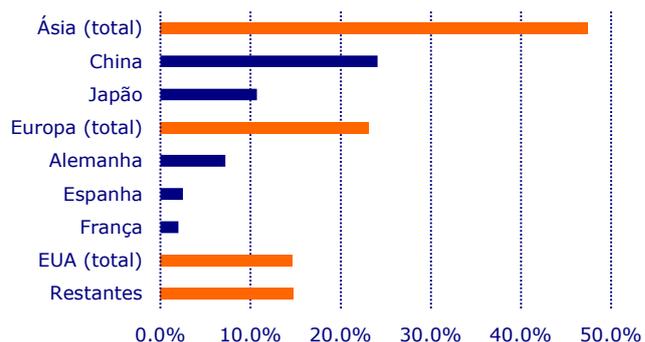
(milhões de veículos)



Fonte: Statista

Produção mundial de veículos de passageiros, por país e região (2014)

(peso na produção mundial)



Fonte: Statista

□ **Em Portugal, de acordo com a última análise do Banco de Portugal, o sector automóvel (que inclui fabricação automóvel e comércio automóvel) representava 6% do volume de negócios em 2012.** Em 2014, o número de pessoas ao serviço em empresas de fabricação de veículos automóveis representava cerca de 0.16% do total, de acordo com o INE.

GRUPO VOLKSWAGEN: DEVE O PROBLEMA DAS EMISSÕES PREOCUPAR A EUROPA? (cont.)

Grupo Volkswagen e os recentes desenvolvimentos

□ Em meados do mês de Setembro, o Grupo Volkswagen (que engloba um conjunto de 12 marcas, incluindo a Volkswagen, Audi, Skoda, Seat, Porsche) revelou a instalação de um *software* que distorcia os níveis de emissões de gases, em cerca de 11 milhões de automóveis a diesel no mundo inteiro. Aquando esta descoberta, os investidores no mercado accionista mostraram-se receosos com o impacto desta situação nas vendas do grupo e dos efeitos noutras empresas automóveis europeias, levando o índice Stoxx Europe 600 relativo ao sector automóvel a cair 9% em Setembro.

□ Na União Europeia, a Volkswagen é responsável por 44% da produção automóvel da região e 30% da produção de veículos na área do euro. **Na Alemanha, é o fabricante líder e regista um peso 5% do output da indústria transformadora do país e mais de 1% do valor acrescentado total. Em Portugal, dados de 2014 revelam que as exportações da Autoeuropa representaram 3.7% das exportações portuguesas, sendo que cerca de 99% da produção é para exportação. Empregava mais de 3,500 colaboradores e teve um impacto estimado de 1% no PIB português, de acordo com os dados divulgados pela Autoeuropa.**

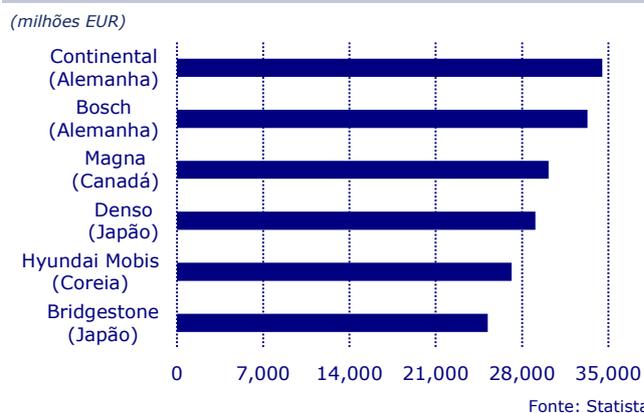
□ O problema que envolve a Volkswagen pôs em causa um conjunto de questões sobre as emissões e sobre a utilização de diesel nos automóveis, podendo ter repercussões em toda a indústria automóvel. Como consequência, os impactos económicos também se poderão sentir em países onde o peso da indústria automóvel ou de componentes automóveis tenham uma representatividade substancial na actividade económica. No entanto, os impactos são difíceis de avaliar, já que não se sabem ao certo as consequências que este problema poderá ter no Grupo Volkswagen e noutras fabricantes automóveis, para além de que a indústria automóvel tem ligações com outros sectores económicos, como mencionado anteriormente. Neste sentido, é difícil quantificar os riscos potenciais para a economia alemã e para outras economias europeias. Apesar disso, é possível analisar os canais de transmissão através dos quais os impactos podem ser sentidos.

□ Dado o peso do Grupo VW no valor acrescentado da indústria transformadora alemã, parece razoável assumir que os indicadores de confiança do sector poderão começar a reflectir os efeitos deste episódio. Os últimos indicadores de confiança publicados para a Alemanha revelam conclusões distintas: o nível de confiança IFO revelou um ligeiro decréscimo em Outubro, mas é referido que o escândalo da VW não teve nenhum impacto na indústria automóvel (o indicador para o sector automóvel registou até um aumento, tal como nos meses precedentes, com a avaliação da situação corrente e das expectativas para os próximos meses a registarem melhorias); o indicador ZEW, por outro lado, registou uma queda do nível de sentimento económico, referindo-se o impacto do problema da VW como um dos factores que explicam a queda do indicador em Outubro. O sub-índice para o sector automóvel registou -56.2 pontos, uma queda de 42.7 pontos face ao mês anterior.

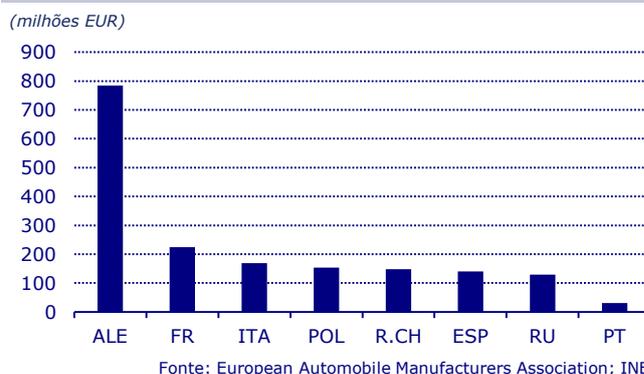
□ Estes efeitos podem expandir-se ao sector dos serviços e ao nível de confiança dos consumidores, apesar de ser difícil de quantificar esses impactos. Apesar dos eventuais efeitos no sector dos serviços, espera-se que os impactos sejam pouco significativos, tendo em conta os dados robustos que este sector tem apresentado.

□ O episódio envolvendo a VW poderá ter impacto na procura por automóveis, visível pelo eventual adiamento das decisões de

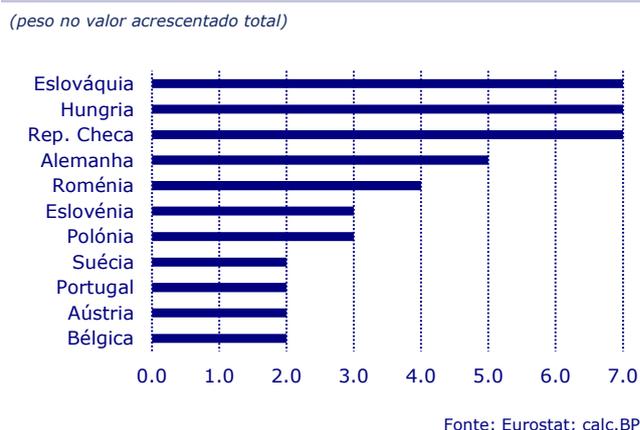
Fornecedores mundiais de peças e componentes automóveis, baseado nas receitas (2014)



Numero de empregos directos na indústria automóvel (2011)



Peso da indústria automóvel, atrelados e semi-atrelados no valor acrescentado total (2013)



TEMAS EM DESTAQUE

GRUPO VOLKSWAGEN: DEVE O PROBLEMA DAS EMISSÕES PREOCUPAR A EUROPA? (cont.)

compra, que poderá ser temporária até que os consumidores tenham mais informações sobre o problema e a sua resolução. No curto prazo, o que se poderá assistir é uma alteração da procura de automóveis a diesel para automóveis que usem gasolina ou outras formas alternativas de combustível. Esta alteração poderá ser potenciada caso os governos apoiem a aquisição de carros que usem fontes de energia alternativas ao diesel, em linha com a eventual maior eficiência energética e menor produção de CO2, em termos comparativos. Importa realçar que os automóveis a diesel são uma “especialidade” dos fabricantes europeus, o que significa que se se tornar mais caro produzir este tipo de carros (por exemplo, através de mais regulação) os fabricantes japoneses e americanos poderão arrecadar uma parte da quota de mercado dos automóveis europeus. Já que mais de 50% das vendas de carros na União Europeia são de veículos a diesel, este choque deverá, provavelmente, afectar a indústria automóvel na Europa, cujo impacto poderá ser temporário ou permanente.

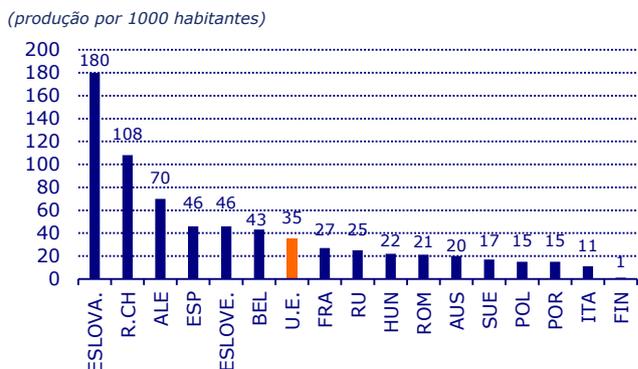
□ A alteração da procura dos consumidores poderá ter algum impacto na Alemanha por via do crescimento e da inflação, já que a redução da produção de motores a diesel é mais simples e rápida do que o aumento da produção de veículos a gasolina ou híbridos, diminuindo, ainda que temporariamente, a produção total do sector automóvel. Assumindo que a procura global de automóveis se mantém inalterada, isto implica uma pressão ascendente sobre os preços dos veículos alternativos ao diesel, cujos efeitos serão equivalentes a um choque negativo da oferta.

□ A importância da indústria automóvel não é só característica da Alemanha. Neste país, cerca de 25% dos *inputs* necessários para o sector automóvel são importados de países como França, República Checa, Áustria e Espanha. Apesar disso, a Alemanha também tem importantes fornecedores de componentes em Itália, Reino Unido, Hungria e Polónia. De acordo com a Axa Investment Managers, **os efeitos de um choque no sector automóvel deverão ter um impacto amplificado em 60% na Alemanha.** A República Checa também é um país dependente da indústria automóvel, que contribui com mais de 4% para o produto nacional do país, sem considerar os efeitos indirectos do sector. Ao mesmo tempo, Eslováquia e Hungria registam uma proporção elevada da sua força de trabalho na indústria automóvel (3% e 2.6% do total da força de trabalho respectivamente, em 2012).

□ De forma semelhante, a má reputação que poderá ficar associada ao Grupo VW poderá levar os consumidores a procurar outros fabricantes automóveis. Neste sentido, a actividade económica na Alemanha ou no resto da Europa apenas deverá ser adversamente afectada caso os consumidores substituam a procura de automóveis europeus por automóveis de outras partes do mundo, impulsionando as importações da região. Adicionalmente, importa destacar que, em último caso, este problema não deverá afectar as exportações germânicas ou europeias, já que a produção automóvel está localizada, muitas vezes, no mercado final de consumo ou próximo (por exemplo, 36% dos automóveis da VW são produzidos na China). Menores receitas obtidas no exterior poderão obrigar a reduzir a despesa com salários ou investimento dos fabricantes de automóveis europeus, ou cortar o montante de dividendos distribuídos.

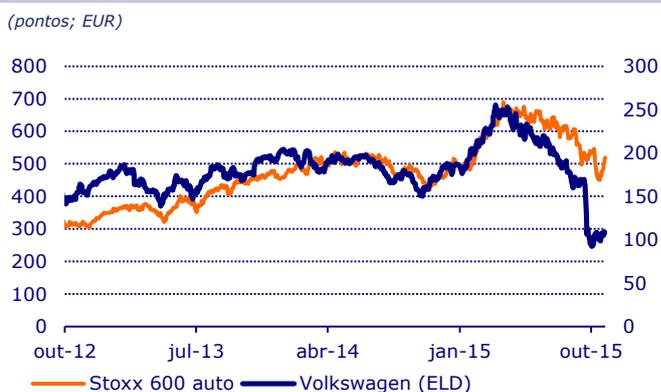
□ Uma análise elaborada pelo BNP Paribas revela que uma queda de 10% do *output* da indústria automóvel terá um impacto directo e negativo de 0.3% no PIB alemão. De forma indirecta, através do impacto noutros sectores da economia, o impacto no PIB seria de 0.5%, o que totaliza um efeito negativo de 0.8%. A Axa Investment Manager analisou o impacto e considerou

Produção de veículos automóveis por cada 1000 habitantes (2013)



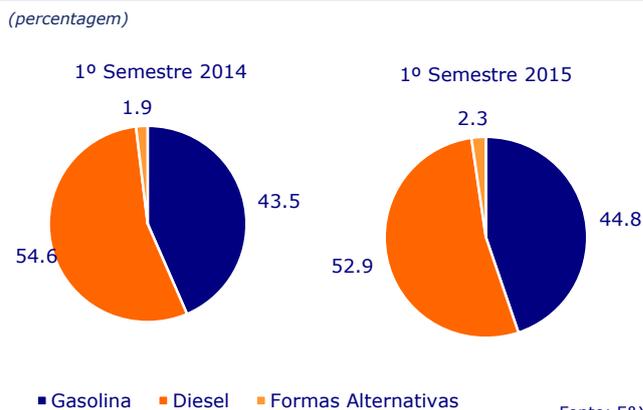
Fonte: European Automobile Manufacturers Association

Evolução da cotação das acções da VW e do Stoxx 600 automóveis & componentes



Fonte: Bloomberg

Quota de mercado dos tipos de combustíveis - Europa



Fonte: E&Y

GRUPO VOLKSWAGEN: DEVE O PROBLEMA DAS EMISSÕES PREOCUPAR A EUROPA? (cont.)

três cenários possíveis. Num primeiro cenário, o problema na VW implicará uma queda das vendas do grupo na Alemanha e noutros países (antecipam uma queda de 10% e 20%, respectivamente), com uma parte dessa perda a afectar os restantes produtores de automóveis alemães. Esperam, neste cenário, um impacto na actividade económica equivalente a 0.1% do PIB. Um segundo cenário prende-se com um choque em todo o sector automóvel alemão, com uma queda da procura de todos os fabricantes automóveis do país, beneficiando, em contrapartida, os fabricantes estrangeiros. Este caso implicaria uma perda para a economia correspondente a 0.4% do PIB. Por fim, o terceiro cenário é mais significativo, implicando um choque em todos os produtos "Made in Germany". O choque para a economia deveria atingir um total de 1.1% do PIB.

□ O Deutsche Bank, pelo contrário, considera que o escândalo que envolve a VW não se deverá materializar noutras fabricantes automóveis do país nem pesar nas exportações de outros produtos alemães. O banco considera que poderá haver apenas uma alteração de preferências entre marcas de automóveis, assumindo que mais nenhuma estará envolvida em casos semelhantes.

□ Parece indiscutível que o escândalo das emissões do Grupo VW terá implicações importantes para a empresa (é esperado que o Grupo enfrente custos com a reputação e custos financeiros significativos). No entanto, não é ainda perceptível se este choque terá consequências significativas na procura de veículos a diesel em geral, se irá afectar toda a indústria automóvel na Alemanha, ou pior ainda, afectar todos os produtos "Made in Germany". Estes serão impactos que só no longo prazo se poderão avaliar. Entretanto, a divulgação de resultados da VW para o 3T deste ano revelou prejuízos de EUR 3.48 mil milhões, que incluem EUR 6.7 mil milhões para fazer face aos custos relacionados com o episódio referenciado.

TEMAS EM DESTAQUE

CHINA: CAPITAIS E RESERVAS CAMBIAIS REORGANIZAM-SE DE ACORDO COM A NECESSIDADE

- **Uma das grandes preocupações presentes na realidade económica dos países emergentes tem sido a fuga de capitais, em resultado de uma situação mista que engloba desequilíbrios financeiros internos de cada um destes países, a que se juntam os problemas de crescimento, e a política monetária nos EUA, próxima de iniciar o seu ciclo de normalização das taxas de juro. Neste contexto, inclui-se a China, que está a passar por grandes alterações estruturais, que tanto contêm um menor crescimento da actividade (procura interna versus procura externa), como um agressivo processo de internacionalização do renminbi (RMB).**
- De facto, segundo os dados do *Institute of International Finance* (IIF), em 2015 assiste-se a uma forte diminuição dos fluxos financeiros de não residentes nas economias emergentes da Ásia, devendo surgir uma ligeira recuperação em 2016 (191 versus 350 mil milhões de dólares). Dentro da globalidade dos fluxos privados tem grande peso o investimento em acções, que sofreu uma significativa redução, notoriamente expressiva porque em 2014 se alcançou o valor mais alto dos últimos três anos (442 mil milhões de dólares em 2014 versus 378 mil milhões de dólares em 2015). No caso da China, parte da redução dos capitais externos resultou da menor contração de empréstimos no exterior por empresas chinesas, em consequência da alta volatilidade cambial e do risco que comportam moedas como o dólar e o euro, para além da cada vez maior importância do renminbi (RMB), tanto a nível interno como externo.
- Complementarmente, ocorreu igualmente uma saída mais acentuada de capitais de residentes (fluxos privados). Se em 2014, o montante global indicado pelo IIF para as economias emergentes foi de 609 mil milhões de euros, para 2015 está previsto um valor de 746 mil milhões de euros. Também se confirma uma diminuição das reservas.

Emergentes Ásia: fluxos de capitais

	<i>mil milhões USD</i>			
	2013	2014	2015 E	2016 P
-Entrada de capitais não residentes	676	619	191	350
Fluxos privados	668	613	185	344
Investimento acções	396	442	378	375
Credores	272	171	-193	-31
Fluxos oficiais	8	6	6	7
-Saída de capitais de residentes	-961	-801	-543	-719
Fluxos privados	-506	-609	-746	-741
Investimento acções	-211	-219	-248	-274
Empréstimos de residentes	-295	-390	-498	-467
Reservas ("-" = aumento)	-455	-192	203	23
-Fluxo líquido de capitais (incl. reservas)	-285	-182	-352	-369
-Fluxo líquido de capitais (excl. reservas) = Bal. Financeira Corrente	170	10	-555	-391

Fonte: IIF, BPI.

- **Grande parte dos movimentos de capitais relativos aos emergentes asiáticos reflectem a situação económica da China e as expectativas que se vão gerando nas principais praças financeiras e de investimento acerca da sua evolução.** Recentemente, foi conhecido que o PIB chinês cresceu 6.9% no terceiro trimestre, com o consumo interno e o sector dos serviços a compensar o arrefecimento das exportações. Ainda assim, correspondeu ao pior registo desde 2009, acentuando as preocupações com o abrandamento da economia. Neste contexto, assistiu-se a um *sell-off* nas principais bolsas asiáticas, com o índice chinês Shenzhen a cair perto de 95% tendo, desde Setembro, recuperado 25%. O início da queda surgiu em Junho, quando este índice bolsista se encontrava em valores máximos desde 2008.

- **As autoridades de Pequim continuam a apontar para um crescimento do PIB, no final do ano, de cerca de 7%. Mas para que este cenário se confirme, o Banco Popular da China tem tomado medidas de auxílio à actividade ao longo dos últimos meses.** Em Agosto procedeu a uma desvalorização do RMB, dentro das bandas de um câmbio que há muito é semi-flexível, levando o USD/CNY de 6.20 para

China - evolução da taxa de crescimento mensal do PIB*

Fonte: Bloomberg, BPI
 Nota: * é construído pela Bloomberg, com base num modelo econométrico que junta a evolução trimestral do PIB e um conjunto de indicadores de actividade mensais (produção industrial, produção de electricidade, investimento, vendas a retalho e exportações)

TEMAS EM DESTAQUE

CHINA: CAPITAIS E RESERVAS CAMBIAIS REORGANIZAM-SE DE ACORDO COM A NECESSIDADE
(cont.)

6.45 renminbis por dólar (depreciação de 4% da moeda chinesa), encontrando-se presentemente a evoluir de forma estável à volta de 6.35. Do mesmo modo, o banco central chinês voltou a mexer recentemente nas taxas de juro e nos requisitos em relação às reservas que as entidades bancárias do país têm de colocar junto à autoridade monetária. A taxa de juro de referência a um ano passou 4.6% para 4.35% e, para estimular o consumo, a taxa de depósitos para o mesmo prazo caiu de 1.75% para 1.5%. As exigências de montantes em reserva impostas aos bancos também foram reduzidas em 50 pontos base, sendo algumas das instituições beneficiadas com uma redução adicional de 50 pontos. Recorde-se que, em Agosto, em plena hecatombe das bolsas chinesas, o Banco Popular da China alterou por várias vezes as taxas de juro e as exigências de reservas feitas aos bancos.

□ Para além da forte instabilidade/volatilidade dos capitais, o atraso dos programas de investimento público e de reformas estruturais em vários países emergentes da Ásia tiveram impacto económico negativo, assim como o uso de políticas avulsas e a expressiva queda dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais.

□ **Para 2016, a actual trajectória de crescimento na China, assim como a actuação das autoridades, ainda suscitam dúvidas dado o risco, a volatilidade e a possibilidade de menor entrada de capitais, embora a situação possa ser menos gravosa do que a sentida em 2015.** De facto, ao longo do ano, a contracção dos fluxos de capitais privados foi preocupante para a China. A desaceleração do crescimento devido ao excesso de capacidade industrial, correcção do sector imobiliário e o enfraquecimento das exportações, conjuntamente com uma política monetária mais flexível e um mercado bolsista em queda, desencorajaram a entrada de capitais. Mas o movimento financeiro foi mais global. **Para além de diminuir a entrada de capitais de não-residentes, aumentou a saída de capitais de residentes, nomeadamente de empresas que procuravam reduzir o risco cambial, dado o trajecto de depreciação do RMB, abrindo posições longas em dólares.** Entretanto, o receio de que possam ocorrer novas depreciações da moeda persiste. Neste âmbito, é provável que as autoridades se tornem mais cautelosas na política de liberalização de capitais que está a ser implementada de forma gradual, ao longo dos últimos anos, pois podem contribuir para uma continuada saída de capitais e para o conseqüente enfraquecimento da moeda.

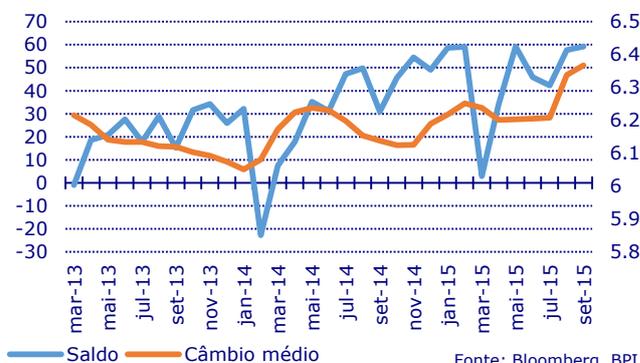
□ **Outro importante aspecto, é um facto que desde o pico máximo de 3 993 mil milhões de dólares, alcançado em Junho de 2014, as reservas cambiais acumuladas têm vindo a diminuir (-12% ou -479 mil milhões de dólares), quando ao mesmo tempo a fuga de capitais do mercado accionista reforçou a ideia de saídas maciças de capital da China.** Se no primeiro caso, a diminuição das reservas resultou de dificuldades sentidas no comércio externo (que mostra sinais de melhoria com a moeda num patamar mais fraco), mas também em resultado de importantes variações cambiais (o banco central chegou a gastar reservas para estabilizar a moeda), para além do maior uso do RMB nas transacções comerciais, poderá haver algum exagero no movimento generalizado de saída de capitais do país.

□ De facto, um olhar mais cuidadoso sobre os dados sugere que as recentes saídas de capitais privados têm abrandado e resultam de rúbricas à margem do investimento directo estrangeiro (FDI), nomeadamente de "outro investimento", que inclui fluxos de crédito de curto e médio prazo e arbitragem de taxas de juro. Estes capitais têm um peso importante, representando uma saída de cerca de 500 mil milhões de dólares desde meados de 2014, segundo a IIF. De facto, no caso da China, aparentemente não existe pânico de venda de carteiras de investimento, apesar da perda de confiança no cenário económico e da instabilidade bolsista.

□ **Mas quanto à evolução das reservas cambiais chinesas, a tendência de queda dos últimos meses, pode ser explicada através dos seguintes factores: perdas com a valorização substancial do dólar em relação às moedas rivais. Com efeito, tanto o euro como o iene se depreciaram fortemente em relação ao dólar desde o início do ano, sabendo-se que uma parte significativa das reservas de divisas da China são constituídas por activos não**

China - saldo comercial e câmbio médio mensal

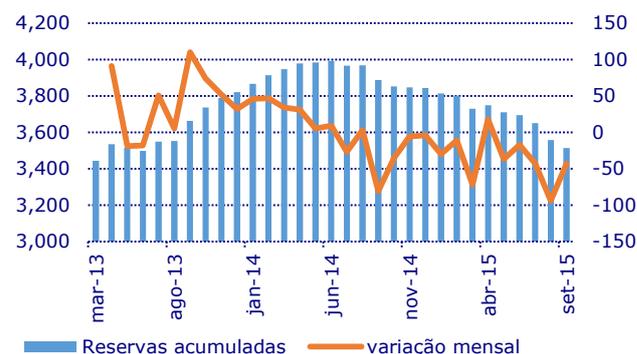
(mil milhões USD; x yuan por dólar)



Fonte: Bloomberg, BPI

China - reservas cambiais acumuladas e variação mensal

(mil milhões USD;)



Fonte: Bloomberg, BPI

TEMAS EM DESTAQUE

CHINA: CAPITAIS E RESERVAS CAMBIAIS REORGANIZAM-SE DE ACORDO COM A NECESSIDADE (cont.)

denominados em dólares. Não há conhecimento oficial dos valores exactos do peso de cada uma das moedas (não é público o seu peso no total) mas acredita-se, segundo o IIF, que cerca de 63% das reservas são em dólares, seguindo-se euros, ienes e libras, por esta ordem (restantes 37%). Assim, no 1º semestre de 2015, verificou-se uma diminuição das reservas em 119 mil milhões de dólares (-3%), resultando em parte dos movimentos cambiais, nomeadamente da exposição da carteira de dívida norte-americana e europeia detida pela China, durante o período. De referir ainda o processo de recapitalização de bancos como o China Development Bank e o Export-Import Bank of China, em que o financiamento da sua capacidade de conceder crédito no exterior foi, numa primeira etapa, suportado pelas reservas cambiais, assim como o lançamento de fundos estatais com objectivo de procederem a investimentos no exterior, como o Silk Road Fund (lançado em Novembro de 2014, com uma participação inicial de 40 mil milhões de dólares, com o objectivo de criar infra-estruturas de ligação entre os vários países asiáticos), ou a participação no Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). De realçar ainda a postura das empresas chinesas, que se adaptaram aos movimentos cambiais de sentidos opostos (primeiro a apreciação do RMB, depois a depreciação, num contexto de grande volatilidade em 2014 e 2015), gerindo da melhor maneira as posições em divisas, concretamente em USD.

□ Entretanto, verificam-se duas situações recentes, segundo a IIF: a saída de capitais de empresas nacionais estabilizou no 1ºT2015, prevendo-se uma evolução semelhante no 2ºT; os fluxos das carteiras de não residentes sugerem uma evolução positiva no 2ºT, embora o banco central esteja a reduzir as taxas de juro e tenha ocorrido uma diminuição de investimento nas bolsas chinesas.

□ **Assiste-se igualmente a um processo acelerado de internacionalização da moeda chinesa e segundo os últimos dados conhecidos, o RMB tornou-se na segunda moeda mais usada em *trade finance*, na quarta maior moeda nos pagamentos, na sexta maior moeda nas operações de câmbio e na sétima moeda em termos de reservas de divisas (segundo o *Bank of China*).** E este processo não está terminado. O objectivo das autoridades chinesas é colocar a moeda a par da importância económica do país, que não está longe de se tornar a principal potência no futuro, ultrapassando os EUA.

□ Por outro lado, é forte a convicção das autoridades da China de que o RMB irá em breve pertencer ao cabaz de moedas com estatuto de reserva e que suportam o valor dos Direito de Saque Especial (DSE), tal como o dólar, o euro, a libra e o iene.

TEMAS EM DESTAQUE

UNIÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS NA UNIÃO EUROPEIA: NOVOS DESENVOLVIMENTOS (cont.)

- Nasce, desta consulta pública, um Plano de Acção, construído na base de um conjunto de princípios fundamentais:
 - **Criar mais oportunidades para os investidores:** a criação de um mercado de capitais único deverá mobilizar o capital dos aforradores para as empresas, incluindo PME e projectos de infra-estruturas, que precisam de expandir e criar empregos. Irá permitir que as famílias encontrem melhores opções para conseguirem satisfazer os objectivos de reforma;
 - **Interligar o financiamento à economia real:** o objectivo passa por todos os 28 Estados-Membros tirarem benefícios da união dos mercados. Os membros com mercados de menor dimensão e com elevado potencial de crescimento têm a ganhar com a melhor canalização dos recursos financeiros para investimento nos seus projectos; os países desenvolvidos deverão também beneficiar de mais investimento entre fronteiras e de mais oportunidades de financiamento;
 - **Fomentar um sistema financeiro mais forte e resiliente:** mercados de capitais mais integrados poderão ajudar os Estados-Membros (principalmente os da Zona Euro) a partilhar o impacto dos choques económicos. A abertura a uma maior variedade de fontes de financiamento ajudará a partilhar os riscos financeiros, tornando os cidadãos e empresas menos vulneráveis a restrições da actividade no sector bancário (por exemplo, na concessão de financiamento);
 - **Integração financeira mais profunda e aumento da concorrência:** a partilha do risco entre fronteiras, mercados mais profundos e líquidos e fontes mais diversificadas de financiamento permitirão um aprofundamento da integração financeira, custos mais baixos e o aumento da competitividade europeia.
- Tendo por base os contributos resultantes da consulta pública, a Comissão Europeia avançará com medidas nas áreas que considera mais prioritárias: providenciar mais opções de financiamento para os negócios e PMEs europeias, garantir um ambiente regulatório apropriado para o longo prazo e um investimento e financiamento sustentável dos investimentos em infra-estruturas, aumento do investimento e das opções para pequenos investidores e institucionais, melhorar a capacidade dos bancos para conceder empréstimos, e derrubar barreiras transfronteiriças e desenvolver os mercados de capitais em todos os Estados-Membros.

Medidas em Áreas Prioritárias

Área	O que propõe a Comissão Europeia fazer?
Mais opções de financiamento para todas as empresas	<ul style="list-style-type: none"> . Alterar a Directiva do Prospecto para tornar mais barato o acesso das empresas aos mercados, rever as barreiras regulatórias para entrada nos mercados no caso das pequenas empresas; . Medidas para apoiar o capital de risco e o financiamento através de capitais próprios; . Promover formas inovadoras de financiamento (ex: <i>crowd-funding</i>);
Ambiente regulatório apropriado	<ul style="list-style-type: none"> . Revisão das métricas inscritas no Solvência II para melhor reflectir o risco do investimento em infraestruturas; . Avaliar o impacto cumulativo das reformas aplicadas anteriormente para garantir coerência e consistência.
Aumento do investimento e das opções para investidores particulares e institucionais	<ul style="list-style-type: none"> . Analisar formas para potenciar as escolhas, concorrência e a oferta transfronteiriça de produtos financeiros, através da publicação de um Livro Verde (este ano). Avaliar, ainda, o ambiente regulatório para o investimento de retalho, melhorando a transparência, e a qualidade e disponibilidade da assessoria ao investimento; . Encontrar formas de aumentar as possibilidades disponíveis de aplicar as poupanças de reforma e construir um mercado para as pensões privadas de reforma, dando a possibilidade às famílias de aplicarem as suas poupanças além fronteiras; . Eliminar qualquer taxa ou barreira para aumentar a concorrência e as opções de escolha de investimento.
Aumentar a capacidade dos bancos concederem crédito	<ul style="list-style-type: none"> . Revitalizar as securitizações simples, transparentes e standardizadas para libertar capacidade nos balanços dos bancos e fornecer acesso a oportunidades de investimento de longo prazo; . Explorar a possibilidade de todos os Estados-Membros beneficiarem de uniões de crédito locais (por exemplo, as PMEs podem financiar-se umas às outras numa base não lucrativa) para operar fora do âmbito das regras de capital requeridas para os bancos, na UE.
Derrubar barreiras transfronteiriças e desenvolver os mercados de capitais em todos os 28 Estados-Membros	<ul style="list-style-type: none"> . Promover o desenvolvimento dos mercados de capitais em todos os 28 Estados-Membros; . Trabalhar com as Autoridades de Supervisão Europeias para desenvolver e implementar uma estratégia para fortalecer a convergência em termos de supervisão e identificar as áreas onde uma abordagem colectiva pode melhorar o funcionamento do mercado único de capitais;

Fonte: Plano de Acção para a União dos Mercados de Capitais.

UNIÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS NA UNIÃO EUROPEIA: NOVOS DESENVOLVIMENTOS (cont.)

- **No Plano de Acção, a Comissão Europeia revela, ainda, que a integração dos mercados de capitais e a remoção gradual das barreiras nacionais poderá criar novos riscos à estabilidade financeira.** Neste sentido, nasce a necessidade de aumentar a convergência ao nível da supervisão, para que os reguladores dos mercados possam agir de forma unificada e aumentar a disponibilidade de instrumentos para gerir de forma prudente os eventuais riscos sistémicos.
- Em forma de resumo, a união dos mercados de capitais deverá aproximar a relação entre poupanças e crescimento, colocará à disposição dos aforradores e investidores mais opções e melhores retornos e deverá fornecer às empresas mais diversidade de fontes de financiamento nas diferentes fases do seu desenvolvimento. A União dos mercados deverá conduzir a União Europeia para uma situação onde as PME conseguirão aumentar o seu financiamento de forma análoga às empresas de grande dimensão; os custos de investir e de acesso a produtos de investimento deverão convergir entre os diferentes países da UE; a obtenção de financiamento através dos mercados de capitais será substancialmente mais simples; e a procura por financiamento além-fronteiras não será impedida por questões legais ou entraves regulatórios.
- **Este Plano de Acção determina que a União dos Mercados de Capitais deverá entrar em funcionamento em 2019, sendo que a Comissão se compromete a acelerar o processo, agendando para 2017 uma avaliação dos objectivos conseguidos até ao momento e uma reavaliação das prioridades.**

