

# Análise Mensal

06 de Novembro de 2015

## Mercados Financeiros

### CENÁRIOS DE OUTONO

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

- ▶ A Comissão Europeia publicou as suas previsões de Outono, em linha com a recente revisão de cenários feita pelo FMI. Para a economia global, a CE estima uma taxa de expansão de 3.1% este ano, acelerando para 3.5% e 3.7% em 2016 e 2017. Relativamente aos países da zona euro, o cenário é também de aceleração ligeira, antecipando-se taxas de crescimento de 1.6%, 1.8% e 1.9% para o triénio 2015-17. A CE reconhece que a actividade na região tem sido estimulada pelos baixos preços do petróleo, pela taxa de câmbio relativamente mais fraca, pela política monetária muito acomodatória e teor neutral das políticas orçamentais. Todavia, chama também a atenção para a resposta muito contida da procura interna face à dimensão dos estímulos positivos induzidos, em particular o investimento que se ressent de incertezas relativamente a factores políticos e económicos. A Comissão Europeia destaca ainda os desafios significativos a curto prazo induzidos pelo arrefecimento nos mercados emergentes, aumento da incerteza global e tensões geopolíticas persistentes. Relativamente a Portugal, mantém-se a expectativa de consolidação da recuperação económica, ainda que num patamar mais baixo graças à envolvente externa menos favorável e ao período de elevada incerteza política, o qual poderá reflectir-se negativamente na confiança do sector empresarial e das famílias.
- ▶ No mercado cambial, a expectativa de aumento do diferencial de taxas de juro a favor do dólar e possivelmente da libra esterlina tem vindo a actuar em suporte das moedas quando a realidade na Zona Euro e no Japão é de aprofundamento de políticas monetárias ultra expansionistas. Neste contexto, tanto EUR/USD como EUR/GBP podem reforçar o actual dinamismo de queda e aproximarem-se de importantes áreas de suporte, respectivamente 1.05 e 0.69. Uma eventual alteração da percepção do mercado relativamente à concretização da primeira subida de taxas pela Reserva Federal, esperada em Dezembro, ou eventos inesperados nos mercados emergentes poderão alterar a actual tendência.
- ▶ A evolução adversa das expectativas de inflação na zona euro e o enquadramento financeiro mais restritivo (com destaque para a valorização do euro nos últimos meses) estiveram na base da alteração do discurso das autoridades monetárias europeias na reunião de Outubro, cedendo ao apelo por mais estímulos monetários. A tendência de queda das taxas Euribor acentuou-se após esta alteração de postura, estando na calha a possibilidade de reforço do programa de compra de activos de longo prazo e, talvez, descida da taxa de juro da facilidade marginal de depósitos para -0.3%. Neste caso, atribuiríamos uma elevada probabilidade a que a observação de taxas negativas se estenda a prazos mais longos.
- ▶ A expectativa de expansão do actual programa de *quantitative easing* na zona euro reflectiu-se com maior intensidade nas maturidades mais curtas e intermédias da curva de rendimentos, confirmando a expectativa de que a zona mais longa seria indiferente perante mais uma ronda de estímulos monetários. Nos EUA, em contrapartida, a confirmação de um quadro económico mais robusto conjugada com a confiança da Reserva Federal no processo de normalização dos juros, justifica que se mantenha alguma pressão sobre as *yields* mais longas, permitindo a consolidação das taxas de 10 anos acima de 2%. Destaque também para a evolução do prémio de risco das obrigações soberanas portuguesas, que têm registado uma pior *performance* que os restantes periféricos (Espanha, por exemplo) não obstante o suporte conferido pelo BCE, tendo o *spread* para o *Bund* na maturidade de 10 anos alargado cerca de 20 p.b. desde as eleições de Outubro, situação que contrasta com o estreitamento de 8 p.b. no caso dos *Bonos* espanhóis.
- ▶ A expectativa de enfraquecimento do euro e de recuperação sustentada das economias da região sugerem uma melhor performance dos resultados das empresas europeias em contraste com as norte-americanas, dando suporte à expectativa de melhor desempenho dos índices bolsistas europeus. Mas a prazo, a especulação em relação à definição do ciclo de subidas dos juros pela Fed poderá justificar uma correcção, à qual o mercado europeu dificilmente ficaria indiferente. No mercado de dívida diversa, o segmento *high-yield* nos EUA poderá estar a sinalizar uma inversão de ciclo, patente num alargamento dos *spreads* e nas expectativas de aumento das taxas de incumprimento para 2016.
- ▶ Esta publicação inclui a análise de vários temas, destacando-se uma nota acerca de evolução prevista das necessidades de financiamento do Estado português durante o próximo ano. Como artigo de opinião incluem-se notas breves de uma viagem recente a Angola, onde se discutem os cenários, desafios e constrangimentos que o país enfrenta em 2016.

## **CENÁRIOS DE OUTONO**

A determinação demonstrada pelos dirigentes chineses em controlarem o processo de desaceleração económica, que se afigura inevitável, e o regresso dos principais bancos centrais à ribalta, reafirmando a sua postura a favor do crescimento (embora com políticas monetárias divergentes) constituíram os principais factores na base do regresso de um ambiente mais calmo aos mercados financeiros internacionais, beneficiando as valorizações de activos com maior risco implícito. Espera-se que, em Dezembro, o BCE reforce o teor expansionista da política monetária na região do euro, e no mesmo mês, a Reserva Federal dos EUA, deverá dar início ao ciclo de subida de taxas num contexto de maior certeza em relação à robustez do crescimento económico norte-americano. Todavia, o processo de desalavancagem não terminou nos países desenvolvidos e os mercados emergentes defrontam-se com um cenário de desaceleração. Pelo que a médio prazo o ritmo de crescimento económico permanecerá débil e as pressões deflacionistas manter-se-ão presentes, assegurando a permanência de políticas monetárias muito acomodáticas.

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

Paula Gonçalves Carvalho                      Economista Chefe  
Teresa Gil Pinheiro  
Luísa Teixeira Felino  
Vânia Patrícia Duarte

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

Tel.: 351 21 310 11 86      Fax: 351 21 353 56 94  
Email: [deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)      [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)      [www.bpiinvestimentos.pt/Research](http://www.bpiinvestimentos.pt/Research)

**ÍNDICE**

	Pág.
Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco	04
Principais Recomendações e Factores de Risco	06
<b>TEMAS EM DESTAQUE</b>	
<b>MAIS ESTÍMULOS DO BCE PODEM ESTAR A CAMINHO</b>	07
<b>INFLAÇÃO - AFINAL EXISTEM RISCOS DE DEFLAÇÃO?</b>	09
<b>GRUPO VOLKSWAGEN: DEVE O PROBLEMAS DAS EMISSÕES PREOCUPAR A EUROPA?</b>	12
<b>CHINA: CAPITAIS E RESERVAS CAMBIAIS REORGANIZAM-SE DE ACORDO COM A NECESSIDADE</b>	16
<b>UNIÃO DE MERCADOS DE CAPITAIS NA UNIÃO EUROPEIA: NOVOS DESENVOLVIMENTOS</b>	19
<b>ECONOMIAS</b>	
<b>GLOBAL - SINAIS MAIS FAVORÁVEIS A CAMINHO DO FINAL DO ANO</b>	23
<b>ZONA EURO - ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR LENTAMENTE</b>	24
<b>PORTUGAL - ÍNDICES DE CONFIANÇA APONTAM PARA MAIOR PRECAUÇÃO</b>	25
<b>ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO, MAS MAIS MODERADO A PARTIR DO 2º SEMESTRE</b>	26
<b>BRASIL - BANCO CENTRAL ADIA META DA INFLAÇÃO</b>	27
<b>ANGOLA - OGE 2016 PREVÊ DÉFICE DE 5.5% DO PIB</b>	28
<b>MOÇAMBIQUE - BANCO CENTRAL SOBE TAXAS DE JURO</b>	29
<b>ÁFRICA DO SUL - ECONOMIA DEVERÁ DESACELERAR EM 2015 E 2016</b>	30
<b>MERCADOS</b>	
<b>MERCADO CAMBIAL</b>	
A PREFERÊNCIA VAI PARA O DÓLAR E LIBRA	31
ÍNDIA - PREOCUPAÇÃO COM CRESCIMENTO DITA ACÇÃO DO BANCO CENTRAL	32
<b>MERCADO MONETÁRIO</b>	
FED CONTINUA A CONSIDERAR INVERSÃO DO CICLO DE TAXAS DE JURO EM 2015	33
<b>MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA</b>	
AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS	34
<b>MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA</b>	
MERCADO <i>HIGH-YIELD</i> APONTA PARA UMA INVERSÃO DE CICLO	36
<b>MERCADOS ACCIONISTAS</b>	
<i>EARNINGS SEASON</i> MARCA A EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES MUNDIAIS	38
<b>MERCADO DE <i>COMMODITIES</i></b>	
O CENÁRIO É DE MANUTENÇÃO DOS PREÇOS BAIXOS	39
<b>PREVISÕES</b>	
Economias Desenvolvidas	
Mercados Emergentes	
Previsões Económicas do BPI	41
Taxas de Câmbio	
Taxas de Juro	42
Taxas Oficiais dos Principais Bancos Centrais	43
Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes	
Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes	44
<b>OPINIÃO</b>	
<b>BREVES NOTAS SOBRE A RECENTE VISITA A ANGOLA</b>	45
<b>BASES DE DADOS</b>	51

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

### Perspectivas Globais

<b>Global</b>	<p>. O FMI reviu em baixa o crescimento global em 0.2 pontos percentuais para 3.1% em 2015; em 2016 espera uma recuperação moderada, antecipando um crescimento de 3.6%. Do lado das economias desenvolvidas, realça-se a boa <i>performance</i> da economia norte-americana e mantém-se as expectativas de recuperação na zona euro, mas para as economias emergentes as expectativas são de abrandamento da actividade económica (em 0.2 pontos percentuais para 4.0% em 2015). O processo de transição de modelo de crescimento na China, a normalização da política monetária nos EUA e queda dos preços das <i>commodities</i>, justificam em grande parte o comportamento das economias emergentes. Em particular, destaca-se a perspectiva de agravamento da recessão na Rússia (-3.8%) e no Brasil (-3%), para além de uma desaceleração do crescimento da China para 6.8%.</p>	<p>. Os factores de risco voltaram a aumentar e estão associados aos eventuais efeitos de um arrefecimento da China na economia mundial. Também a eventualidade de um final desordenado da política de taxas de juro quase nulas da Reserva Federal representa um risco para o crescimento mundial, ainda que talvez mais moderado. Nas economias exportadoras de <i>commodities</i>, normalmente economias emergentes, o crescimento poderá ser afectado pela queda dos preços desses activos.</p> <p>. Pela positiva, a manutenção em níveis relativamente baixos dos preços do petróleo, a política orçamental mais neutral (sobretudo na UEM), a correcção nos balanços financeiros, e uma possível retoma mais forte que o esperado da Formação Bruta de Capital Fixo, poderão justificar crescimento acima do esperado.</p>
<b>EUA</b>	<p>. A primeira estimativa para o crescimento do PIB no 3T15 foi de 1.5%, em cadeia (anualizado), inferior aos 3.9% registados no período anterior. Todavia, a análise de detalhe do relatório permite retirar conclusões mais favoráveis, pois o comportamento da actividade foi significativamente influenciado pela redução de stocks, facto que retirou cerca de 1.4 p.p. ao crescimento. O consumo privado e a formação bruta de capital (excepto em estruturas) evidenciaram uma evolução bastante positiva, sinalizando a resiliência da procura interna, que aumentou 3% q/q, anualizado.</p>	<p>. Incerteza quanto ao momento de inversão do pendor da política monetária nos EUA e potencial instabilidade que poderá gerar nos mercados financeiros, com impacto adverso sob os níveis de confiança e a actividade.</p>
<b>Japão</b>	<p>. O Banco do Japão manteve inalterada a política monetária e estendeu o período em que espera que a inflação se situe em 2% para Setembro de 2016. Entretanto, surgiram notícias indicando a possibilidade de expansão do pacote de estímulos fiscais, funcionado como um estímulo para o crescimento em 2016.</p>	<p>. Riscos para o crescimento continuam enviesados no sentido descendente, sobretudo por via do eventual arrefecimento em alguns dos principais parceiros comerciais.</p>
<b>Z. Euro</b>	<p>. O indicador PMI composto revela um início favorável do 4T, com o indicador a registar um aumento de 0.3 pontos para 53.9 em Outubro. Enquanto o indicador para a indústria transformadora aumentou em 0.3 pontos para 52.3, o sector dos serviços expandiu em 0.4 pontos para 54.1. Um dos factores que parece estar a dificultar a recuperação económica na área do euro prende-se com a desaceleração económica na China e noutros países emergentes, afectados com a queda dos preços das <i>commodities</i> e desvalorização das respectivas moedas, tornando a procura externa débil. A componente que avalia o emprego revelou que o ritmo de expansão é insuficiente para impulsionar a redução da taxa de desemprego. Neste cenário, as pressões inflacionistas via salários continuam débeis.</p>	<p>. Questões de ordem política surgem como os principais factores de risco para o crescimento.</p> <p>. Considera-se que a desaceleração económica na China poderá ter algum impacto na retoma económica na região do euro, embora não se esperem efeitos muito significativos.</p> <p>. Pela positiva, os efeitos na valorização dos activos financeiros associados ao programa de aquisição de activos de longo prazo pelo BCE contribuirão para a melhoria da confiança dos agentes económicos, dinamizando consumo e investimento.</p>

## Perspectivas Globais e Principais Factores de Risco

### Perspectivas Globais

<b>R. Unido</b>	<p>. A primeira estimativa para o PIB no 3T15 aponta para um crescimento de 0.5% qoq e 2.3% yoy, impulsionado pelo sector dos serviços, que contribuíram com 0.59 pontos base para o crescimento. Por seu turno, a construção e as manufacturas retiraram 0.14 pb e 0.03 pb, respectivamente.</p>	<p>. Arrefecimento da procura global com impacto negativo no comportamento das exportações.</p>
<b>Portugal</b>	<p>. De acordo com informação produzida pelo Banco de Portugal, os índices compósitos relativos ao consumo das famílias e global – indicador coincidente do consumo privado e de actividade – sugerem que o PIB terá registado um comportamento mais moderado no terceiro trimestre do ano, sobretudo no que diz respeito ao andamento das componentes da procura interna. O aparente melhor comportamento do índice agregado face ao indicador de consumo sugere todavia, que a actividade possa ter sido sustentada pela procura externa, designadamente pelas exportações.</p>	<p>. Os principais factores de risco relacionam-se com o andamento das economias externas e factores de natureza política.</p> <p>. A médio prazo, subsistem importantes constrangimentos e desafios, relacionados com a necessidade de reforçar o potencial de crescimento económico num contexto de prolongado esforço de consolidação orçamental.</p> <p>. A avaliação dos riscos associados aos cenários traçados pelas entidades externas são, na sua essência, idênticos, prendendo-se com a possibilidade de que a redução do esforço reformista e de consolidação das contas públicas se reflecta negativamente na capacidade de crescimento, tanto por via de redução do contributo do sector externo, como por via de uma deterioração das condições de financiamento da economia.</p>
<b>América Latina</b>	<p>. A economia da América Latina poderá estagnar em 2015, ou mesmo apresentar uma ligeira contracção, tal como sugerido pelas últimas projecções do FMI (-0.3% em 2015 vs. 1.3% em 2014).</p> <p>. Face à forte dependência das economias da região nas receitas da exportação de <i>commodities</i>, a desaceleração do crescimento da China e a quebra dos preços das matérias-primas, devem continuar a prejudicar o desenvolvimento da actividade na região.</p> <p>. O Brasil, que representa cerca de 40% do PIB da região, tem estado na frente desta desaceleração da actividade na região, prevendo-se que apresente a recessão económica mais acentuada das últimas décadas (-3% em 2015).</p>	<p>. Possível manutenção dos preços das <i>commodities</i> em níveis reduzidos e uma desaceleração mais acentuada do crescimento na China, podem contribuir para agravar as receitas fiscais e externas dos países exportadores de <i>commodities</i>.</p> <p>. A vulnerabilidade das contas externas e as perspectivas de subida das taxas de juro nos EUA devem continuar a pressionar as moedas dos países da região, em particular nos países mais expostos a uma possível saída de capitais.</p> <p>. Por outro lado, a melhoria das perspectivas nas economias avançadas, em particular nos EUA, e a desvalorização das moedas nacionais, podem beneficiar o sector externo dos países da região.</p>
<b>África Sub-sariana</b>	<p>. O crescimento da região está a ser adversamente afectado pela crise da queda dos preços das <i>commodities</i>, e em particular pelo agravamento do contexto económico na África do Sul e na Nigéria (sendo que estas duas economias representam mais de metade do PIB da região). Desta forma espera-se que o crescimento desacelere em 2015, para o nível mais baixo dos últimos 6 anos de +3.8% de acordo com o FMI.</p> <p>. A queda dos preços do petróleo está a ter um impacto bastante severo sobre os principais exportadores da região, nomeadamente sobre a Nigéria, Angola e Zâmbia.</p> <p>. Por outro lado, a queda dos preços dos bens alimentares deverá continuar a ajudar os restantes países da região (nomeadamente o Quénia e o Uganda), reduzindo a factura de importações e aliviando pressões inflacionistas.</p>	<p>. Para os países exportadores de petróleo, apesar das medidas de ajustamento implementadas, a permanência dos preços do petróleo em níveis baixos, ameaça a sustentabilidade das finanças públicas e o crescimento económico.</p> <p>. Entretanto, a maioria dos países da região continua a apresentar défices externos, e portanto as suas moedas deverão continuar sob pressão, tanto nos países com câmbios flexíveis (Zâmbia e Moçambique) como em países com regimes de câmbio fixo ou quase fixo (Nigéria e Angola).</p> <p>. O possível agravamento das condições de financiamento a nível global, decorrente do ajustamento das taxas de juro nos EUA, poderá também afectar as economias mais vulneráveis à saída de capitais (principalmente a África do Sul).</p>

## Principais Recomendações e Factores de Risco

### Recomendações

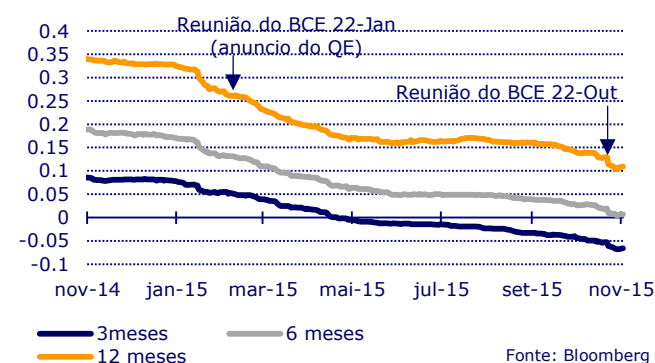
<b>M. Cambial</b>	<p>. Depois de um período sem grande história, em termos de evolução dos principais câmbios, investidores e operadores de mercado estão a regressar ao dólar e à libra contra euros e ienes. Ninguém quer falhar um movimento de apreciação destas moedas, dado o reforço das expectativas de que até final do ano pode iniciar-se o ciclo de normalização dos juros nos EUA, e possivelmente no Reino Unido, quando a realidade na Zona Euro e no Japão é de continuação de uma política ultra expansionista. Neste contexto, tanto EUR/USD como EUR/GBP podem reforçar o actual dinamismo de queda e aproximarem-se de importantes áreas de suporte. Para o EUR/USD será 1.05, enquanto no EUR/GBP a referência é 0.69. Assim, poderão ser reforçadas as posições longas em dólares e libras existentes.</p>	<p>. Desilusão relativamente a atitudes e acções esperadas pelos principais bancos centrais.          . Decepção com a evolução económica em alguns blocos.          . Questões políticas e geopolíticas podem enviesar determinadas tendências cambiais.</p>
<b>M. Monetário</b>	<p>. A tendência de queda das taxas Euribor acentuou-se após o Banco Central Europeu ter referido que poderá reforçar o cariz acomodatório da sua política monetária já na reunião de Dezembro. Na mesa está a possibilidade de reforço do programa de compra de activos de longo prazo e, talvez, descida da taxa de juro da facilidade marginal de depósitos para -0.3%. Caso o BCE decida alterar a taxa de juro dos depósitos, atribuímos uma elevada probabilidade a que a observação de taxas negativa se alargue a prazos mais longos, bem como a que a Euribor a 3 meses se aproxime daquele nível. Neste ambiente, a obtenção de financiamento deverá favorecer os prazos mais curtos. Do ponto de vista da aplicação de poupanças, será preferível o investimento em activos com maturidades mais alargadas de forma a capturar o prémio de maturidade (term premium).</p>	<p>. As taxas de curto prazo nos principais mercados internacionais continuam próximas de zero (ou negativas), alimentadas pela sinalização de que as políticas monetárias manterão um cariz acomodatório e dado que a liquidez continua elevada. O risco de um aumento substancial não esperado das taxas de mercado é reduzido.</p>
<b>Div. Pública</b>	<p>. Em Outubro as <i>yields</i> dos principais títulos de referência - UST e Bund a 10 anos - não sofreram alterações significativas no que respeita ao nível - no caso dos UST oscilaram em torno de 1.9-2.2% e no caso do <i>Bund</i> alemão num intervalo entre 0.5-0.6% - mas registaram comportamentos divergentes, reflectindo diferentes posicionamentos das autoridades monetárias. Nos EUA, o movimento foi de ligeira subida da <i>yield</i> (descida do preço), tendência que se acentuará caso se confirme o aumento do intervalo da taxa dos <i>fed-funds</i>; enquanto que na Europa, as <i>yields</i> dos <i>Bunds</i> registaram quedas. Estas quedas foram mais acentuadas nos prazos mais curtos, impulsionadas pela possibilidade de alteração da taxa de juro da facilidade de depósitos alargando o leque de títulos que o BCE poderá comprar ao abrigo do QE.</p>	<p>. Alteração nas expectativas de evolução da inflação e incerteza quanto ao arrefecimento da economia global poderão reflectir-se num movimento menos penalizador da dívida pública. Com efeito, poderá até verificar-se um movimento de valorização dos principais títulos. No curto prazo poderá verificar-se um aumento dos prémios de risco exigidos aos títulos de dívida pública dos países da periferia da zona euro, dada a proximidade de eleições em diversas dessas economias ou perturbações pós eleitorais.</p>
<b>Div. Diversa</b>	<p>. O mercado <i>high-yield</i> nos EUA continua a dar sinais de pressão, podendo estar a sinalizar uma inversão de ciclo, patente num alargamento dos <i>spreads</i> e nas expectativas de aumento das taxas de incumprimento para 2016. Ainda assim, nas categorias de <i>rating</i> mais elevadas as condições mantiveram-se favoráveis.          . O mercado EUR continua a apresentar condições favoráveis face às expectativas de manutenção de uma política monetária acomodatória.          . Entretanto, os investidores têm continuado a desfazer-se das suas posições no mercado obrigacionista das economias emergentes.</p>	<p>. A possibilidade de as empresas terem dificuldades em se refinanciarem depois de correções nas <i>yields</i>, principalmente no segmento <i>high yield</i>.          . Exposição a empresas do sector energético com menor qualidade creditícia.          . O crescimento de intermediários financeiros não bancários (ou <i>shadow banking</i>).          . O risco da reduzida liquidez do mercado.          . Exposição aos mercados emergentes.          . Relaxamento nos critérios de acesso ao crédito, traduzido num aumento de <i>leverage loans</i> (empréstimos a empresas bastante alavancadas) ou <i>covenant-lite loans</i> (empréstimos com menor protecção para o credor).</p>
<b>Acções</b>	<p>. Poderão voltar a registar-se valorizações nos mercados europeus nos próximos meses, dada a elevada liquidez. As avaliações atractivas das empresas europeias podem ser uma boa oportunidade de compra, num ambiente económico e monetário mais favorável. No entanto, os receios quanto à desaceleração económica na China poderão continuar a condicionar o desempenho das bolsas europeias.          . A <i>performance</i> americana continua a ser condicionada pelas expectativas de início de subida das taxas de juro por parte da Reserva Federal, situação que poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses.          . As principais apostas mantêm-se nas empresas exportadoras europeias, nomeadamente as que assentam em negócios cíclicos. Existem condições para se manter o interesse nas áreas financeira, tecnológica, saúde e bem estar, retalho e consumo; desinteresse na energia e materiais.</p>	<p>. No caso americano, a possibilidade de aumento das taxas de juro até ao final do ano poderá continuar a afastar os investidores para os mercados europeus e japoneses. Ao mesmo tempo, um dólar mais forte, a manutenção dos preços do petróleo em níveis relativamente baixos e a eventual subida das taxas de juro no final do ano poderão afectar os resultados das empresas norte-americanas.          . Questões políticas e geopolíticas, com destaque para a incerteza política nalguns países europeus e o agravamento do conflito entre a Rússia e a Ucrânia, mantêm-se como factores de risco.          . Desaceleração económica na China e novas políticas de estímulo que as autoridades chinesas possam desencadear.</p>
<b>Commodities</b>	<p>. Em termos globais, permanece o cenário de oferta sem constrangimentos e uma procura globalmente estável. No mercado energético, a oferta é superior à procura; contudo, o movimento de queda acentuada dos preços levou ao fecho das explorações mais dispendiosas e, por isso, menos viáveis financeiramente, e à contracção do investimento. Um maior equilíbrio deverá permitir preços mais suportados.          . Num contexto de maior volatilidade nos mercados accionistas, os metais preciosos podem voltar a atrair investidores.</p>	<p>. A situação económica da China, num processo de grande transformação, é de grande relevância para a totalidade dos mercados de matérias-primas dada a sua situação cimeira como produtor e consumidor.          . Os conflitos no Médio Oriente e no Norte de África continuam a ser factores geoestratégicos importantes.</p>

## 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.

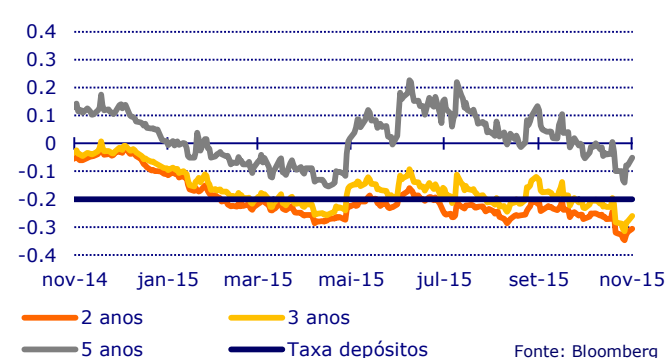
### Taxas Euribor

(percentagem)



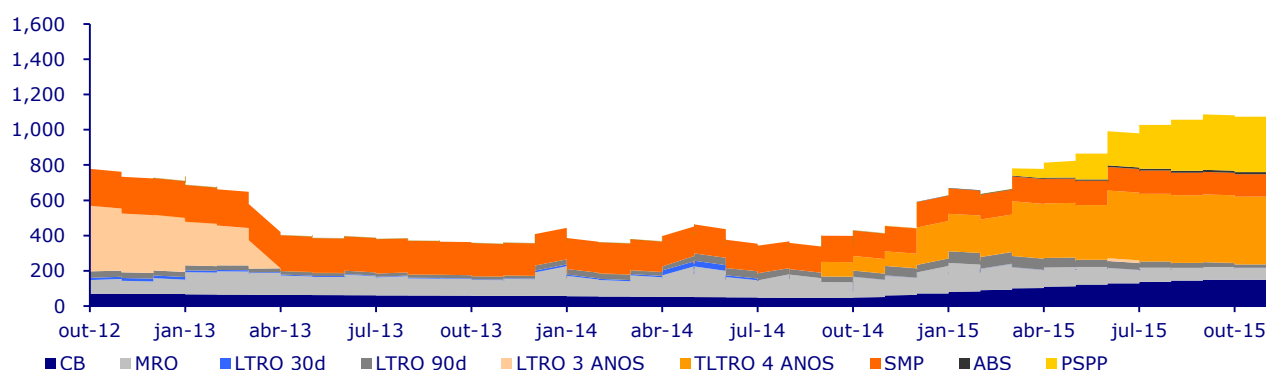
### Yields obrigações soberanas (Alemanha)

(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?

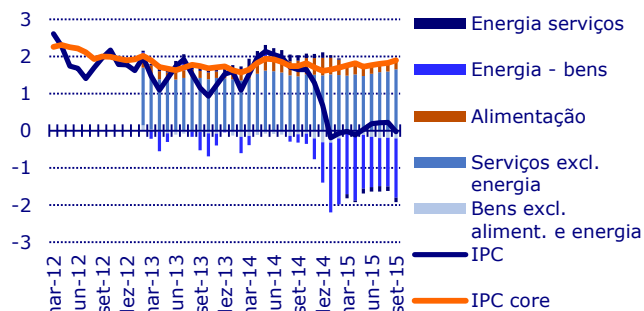
□ A taxa de inflação voltou a situar-se em terreno negativo nas principais economias, acordando os receios de formação de pressões deflacionistas. Todavia, a evolução recente da inflação subjacente – que exclui alimentação e energia, cujos preços estão normalmente sujeitos a maior volatilidade – evidencia 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

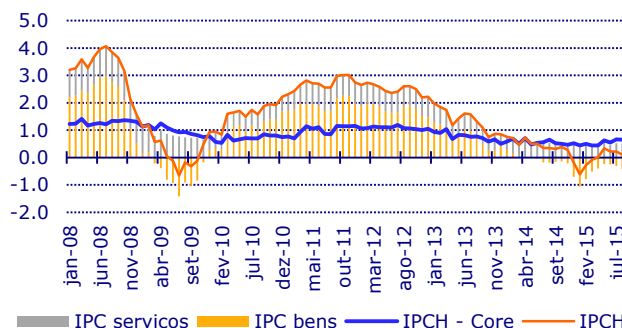
(tvh)



Fonte: Bloomberg, calc. BPI

### Zona euro - Taxa de inflação

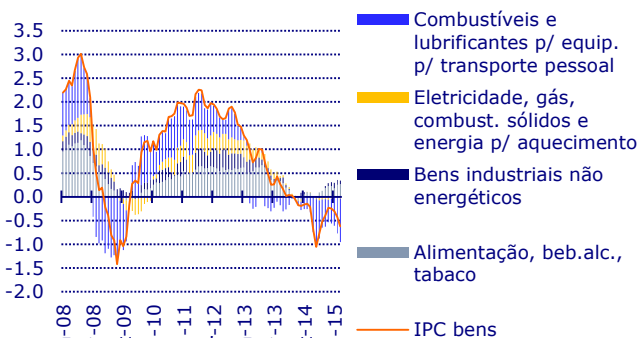
(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

### Zona euro - Taxa de inflação bens

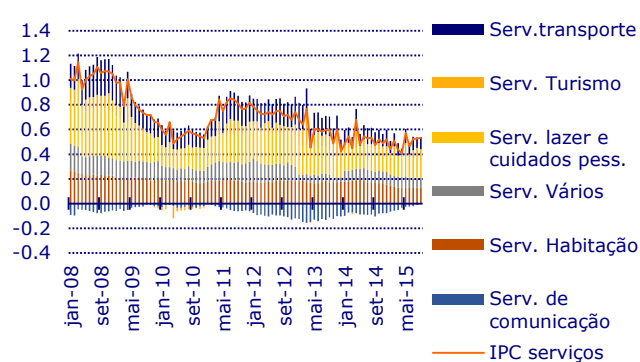
(tvh)



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.

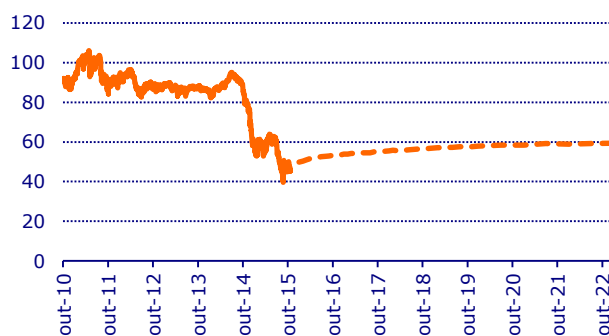
□ Para além do comportamento actual dos preços, a avaliação da tendência futura para a taxa de inflação realiza-se através de indicadores que medem as expectativas inflacionistas. E neste campo, não são claros os sinais que apontam para a aceleração do ritmo de crescimento dos preços para níveis mais 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)

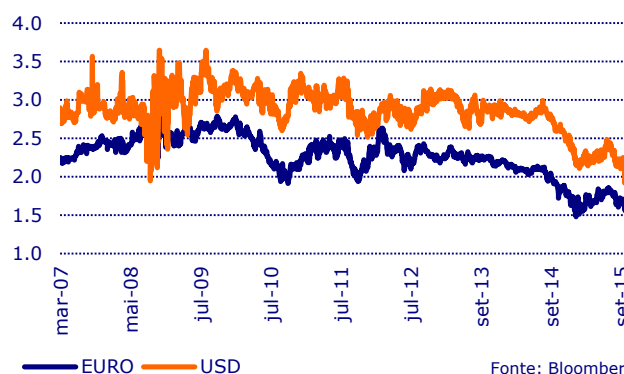
(usd por barril)



Fonte: Bloomberg

## Expectativas inflacionistas implícitas nos swaps 5y

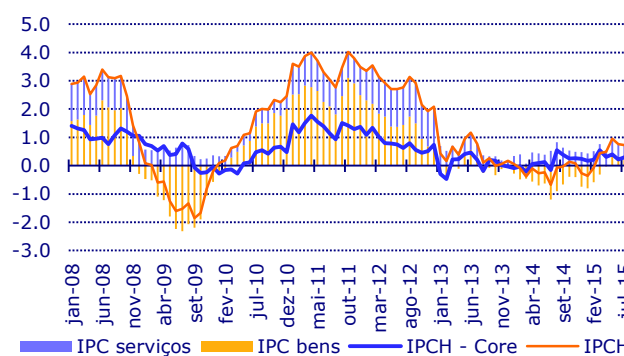
(%)



Fonte: Bloomberg

## Portugal - Taxa de inflação

(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

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

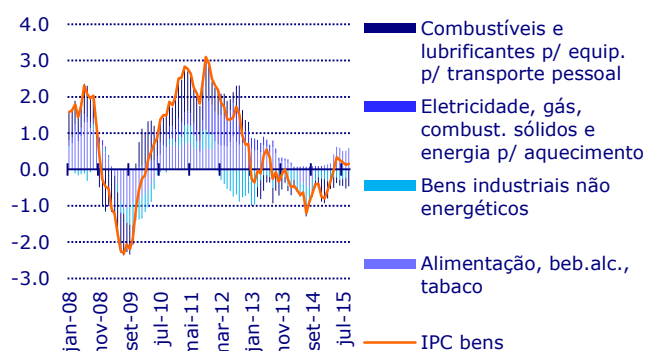
na zona euro, o principal factor por detrás da baixa taxa de inflação relaciona-se com a queda dos preços das commodities energéticas. Com efeito, a taxa de inflação dos bens foi de 0.27%, reflectindo o efeito da queda de 5.7% nos preços dos bens energéticos (em termos homólogos, os preços do gasóleo 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

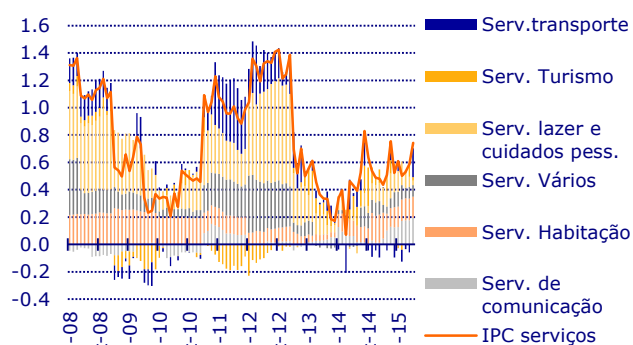
(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

### Portugal - Taxa de inflação serviços

(tvh)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

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.

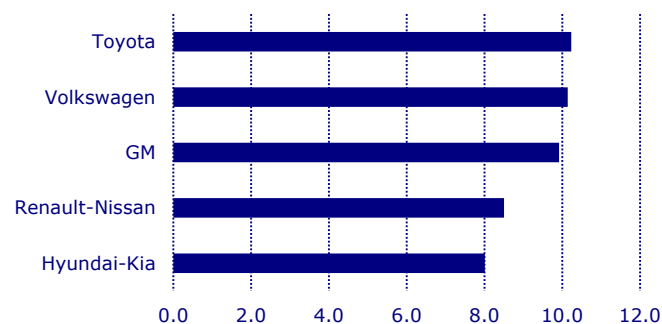
□ A Toyota lidera a lista dos principais fabricantes mundiais de automóveis (11.6% da produção mundial em 2014), seguida pela Volkswagen, com uma quota de 11% da produção mundial em 2014. No entanto, se tivermos em conta apenas os veículos ligeiros de passageiros, a Volkswagen lidera a lista, com 9.92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

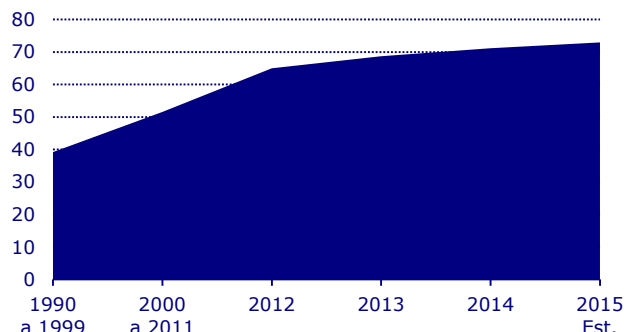
(milhões de veículos)



Fonte: Statista

#### Vendas mundiais de automóveis

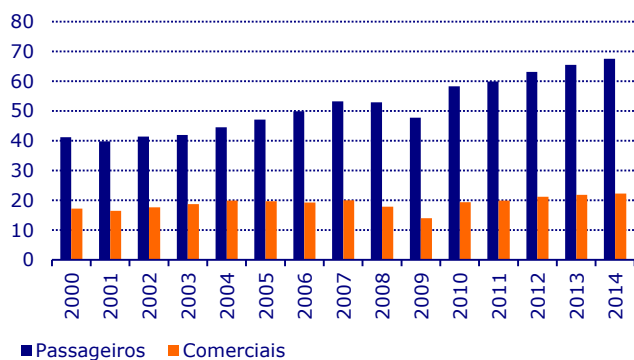
(milhões de veículos)



Fonte: Statista

#### Produção mundial de automóveis

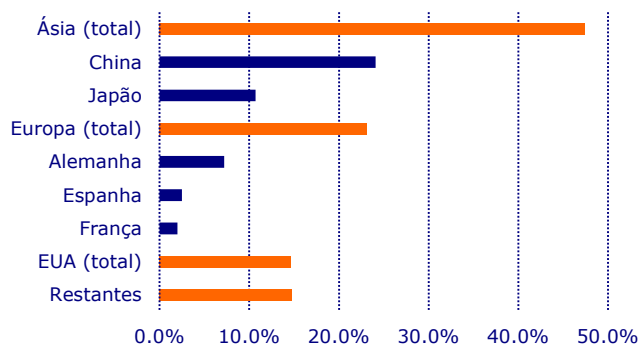
(milhões de veículos)



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.**

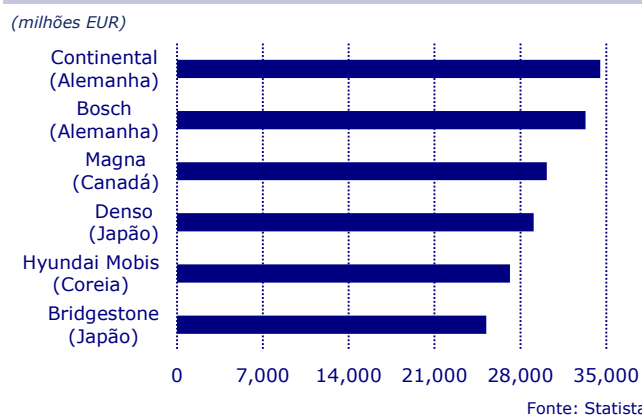
□ O problema que envolve a Volkswagen pôs em causa um conjunto de questões sobre as emissões e sobre a utilização de diesel nos automóveis, podendo ter repercussões em toda a indústria automóvel. Como consequência, os impactos económicos também se poderão sentir em países onde o peso da indústria automóvel 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.

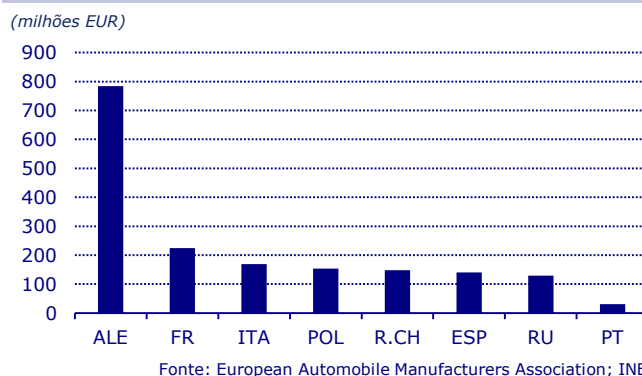
□ Estes efeitos podem expandir-se ao sector dos serviços e ao nível de confiança dos consumidores, apesar de ser difícil de quantificar esses impactos. Apesar dos eventuais efeitos no sector dos serviços, espera-se que os impactos sejam pouco significativos, tendo em conta os dados robustos que este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

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

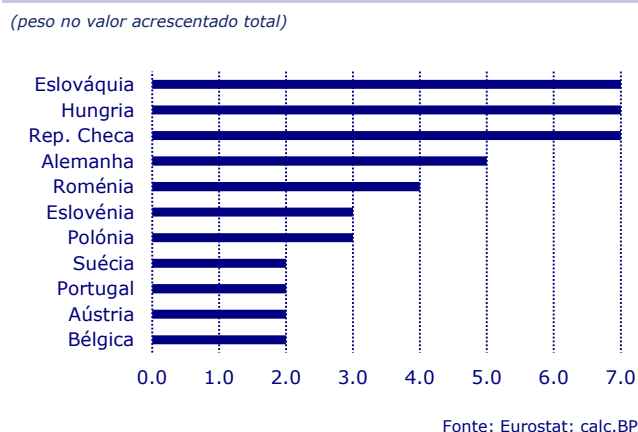
### Fornecedores mundiais de peças e componentes automóveis, baseado nas receitas (2014)



### 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.

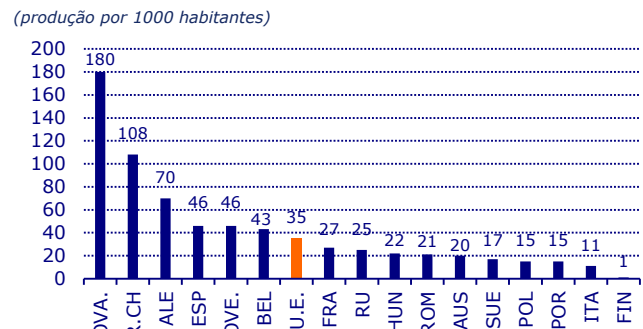
□ A alteração da procura dos consumidores poderá ter algum impacto na Alemanha por via do crescimento e da inflação, já que a redução da produção de motores a diesel é mais simples e rápida do que o aumento da produção de veículos a gasolina ou híbridos, diminuindo, ainda que temporariamente, a produção 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.

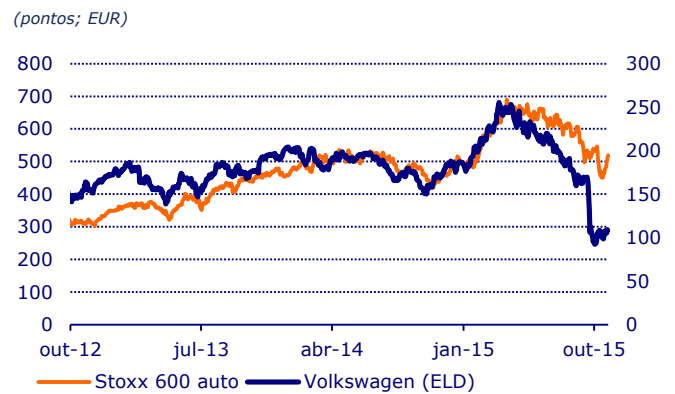
□ Uma análise elaborada pelo BNP Paribas revela que uma queda de 10% do *output* da indústria automóvel terá um impacto directo e negativo de 0.3% no PIB alemão. De forma indirecta, através do impacto noutros sectores da economia, o impacto no PIB seria de 0.5%, o que totaliza um efeito negativo de 0.8%.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

**Produção de veículos automóveis por cada 1000 habitantes (2013)**



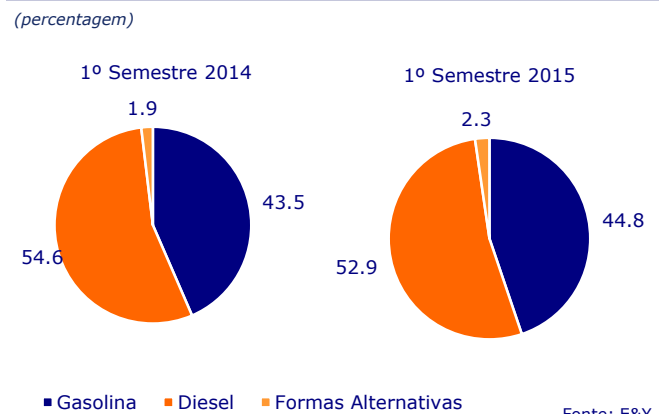
Fonte: European Automobile Manufacturers Association

**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 contracção 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.

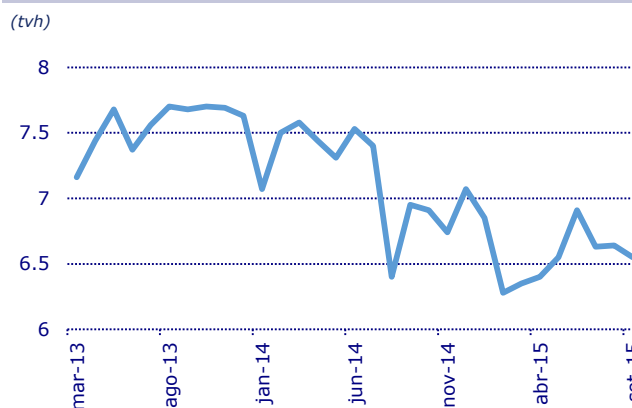
**Emergentes Ásia: fluxos de capitais**

	<i>mil milhões USD</i>			
	2013	2014	2015 E	2016 P
<b>-Entrada de capitais não residentes</b>	<b>676</b>	<b>619</b>	<b>191</b>	<b>350</b>
Fluxos privados	668	613	185	344
Investimento acções	396	442	378	375
Credores	272	171	-193	-31
Fluxos oficiais	8	6	6	7
<b>-Saída de capitais de residentes</b>	<b>-961</b>	<b>-801</b>	<b>-543</b>	<b>-719</b>
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
<b>-Fluxo líquido de capitais (incl. reservas)</b>	<b>-285</b>	<b>-182</b>	<b>-352</b>	<b>-369</b>
<b>-Fluxo líquido de capitais (excl. reservas) = Bal. Financeira Corrente</b>	<b>170</b>	<b>10</b>	<b>-555</b>	<b>-391</b>

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.

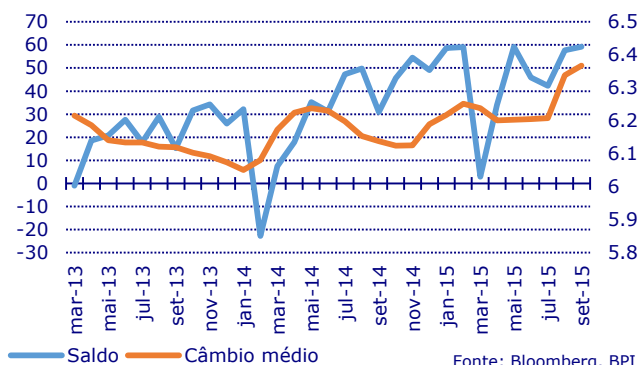
□ **Outro importante aspecto, é um facto que desde o pico máximo de 3 993 mil milhões de dólares, alcançado em Junho de 2014, as reservas cambiais acumuladas têm vindo a diminuir (-12% ou -479 mil milhões de dólares), quando ao mesmo tempo a fuga de capitais do mercado accionista reforçou a ideia de 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**

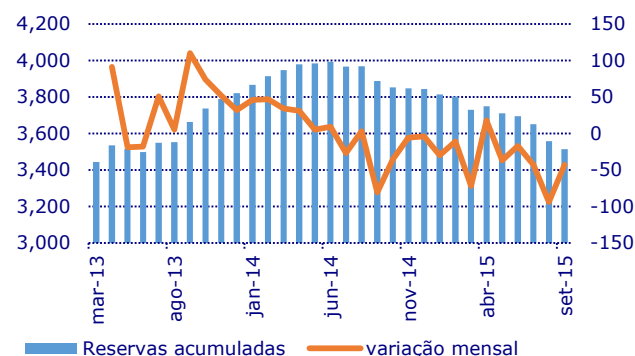
(mil milhões USD; x yuan por dólar)



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.

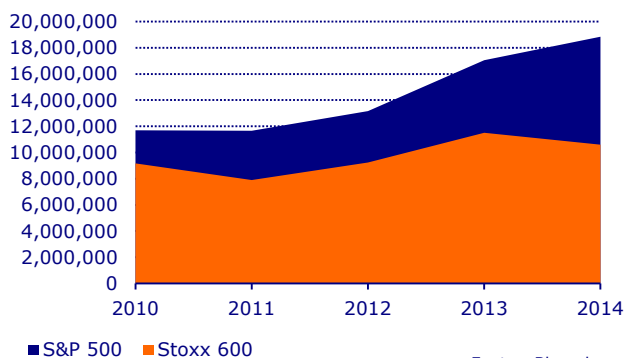
## UNIÃO DOS MERCADOS DE CAPITAIS NA UNIÃO EUROPEIA: NOVOS DESENVOLVIMENTOS

□ A prioridade definida pela Comissão Europeia de fortalecer a economia europeia e estimular o investimento para potenciar a criação de emprego, levou à constituição de um plano de investimento, no montante de EUR 315 mil milhões. **No entanto, para impulsionar o investimento, é importante que os mercados de capitais sejam robustos, promovendo novas fontes de financiamento para as empresas, aumentando as possibilidades para os aforradores aplicarem as suas poupanças e tornar a economia mais resiliente.** Parece importante, deste modo, a criação de um mercado de capitais único, uma prioridade definida pelo Presidente Juncker.

□ A dimensão económica dos EUA e da Europa é semelhante, mas os mercados accionistas europeus têm menos de metade do tamanho dos mercados bolsistas americanos, enquanto no caso do mercado de dívida a dimensão é reduzida para menos de um terço. O gap existente entre os Estados-Membros é também substancial, sendo que, muitas vezes, as diferenças existentes entre membros são maiores do que as existentes entre Europa e EUA. **A união dos mercados de capitais permitirá, assim, suportar a convergência económica entre Estados-Membros e ajudar a absorver os choques económicos dentro da Zona Euro.**

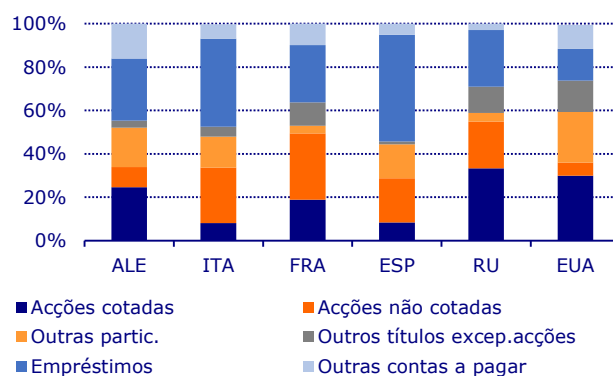
**Capitalização bolsista: EUA vs Europa**

(mil milhões USD)



**Composição dos passivos das empresas não financeiras (2012)**

(peso no total das responsabilidades)



### O mundo de acordo com a capitalização bolsista (metodologia do *free-float*, em mil milhões de USD)



□ Em Fevereiro de 2015, a Comissão Europeia lançou uma consulta pública sobre as medidas necessárias para desbloquear o investimento na União Europeia e para criar um mercado de capitais único. A instituição recebeu *feedback* de empresários, investidores, sector financeiro, parlamentos nacionais, Parlamento Europeu, Conselho Europeu e cidadãos europeus. **A consulta pública revelou concordância quanto à importância do mercado de capitais único para maior partilha do risco entre fronteiras, criação de mercados mais líquidos e profundos e a diversificação das fontes de financiamento da economia.** Ao mesmo tempo, os participantes na consulta mostraram-se a favor de uma abordagem passo-a-passo, tal como tinha sido proposto no Livro Verde, publicado anteriormente pela Comissão Europeia, e do qual fizemos uma análise na nossa publicação mensal de Julho de 2015.

## 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"> <li>. 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;</li> <li>. Medidas para apoiar o capital de risco e o financiamento através de capitais próprios;</li> <li>. Promover formas inovadoras de financiamento (ex: <i>crowd-funding</i>);</li> </ul>
Ambiente regulatório apropriado	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Revisão das métricas inscritas no Solvência II para melhor reflectir o risco do investimento em infraestruturas;</li> <li>. Avaliar o impacto cumulativo das reformas aplicadas anteriormente para garantir coerência e consistência.</li> </ul>
Aumento do investimento e das opções para investidores particulares e institucionais	<ul style="list-style-type: none"> <li>. 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;</li> <li>. 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;</li> <li>. Eliminar qualquer taxa ou barreira para aumentar a concorrência e as opções de escolha de investimento.</li> </ul>
Aumentar a capacidade dos bancos concederem crédito	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Revitalizar as securitizações simples, transparentes e standardizadas para libertar capacidade nos balanços dos bancos e fornecer acesso a oportunidades de investimento de longo prazo;</li> <li>. 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.</li> </ul>
Derrubar barreiras transfronteiriças e desenvolver os mercados de capitais em todos os 28 Estados-Membros	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Promover o desenvolvimento dos mercados de capitais em todos os 28 Estados-Membros;</li> <li>. 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;</li> </ul>

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.**



## GLOBAL - SINAIS MAIS FAVORÁVEIS A CAMINHO DO FINAL DO ANO

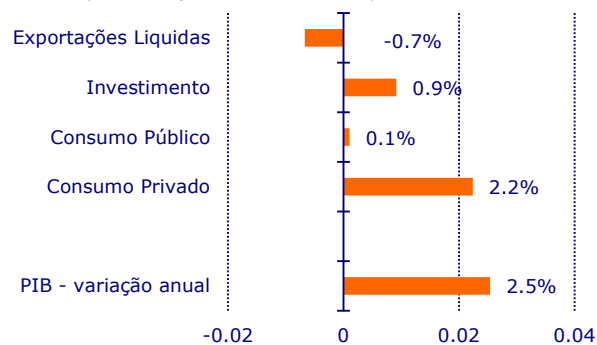
□ **Nos EUA, a procura doméstica evidencia resiliência** - O Produto Interno Bruto registou crescimento de apenas 1.5%, em cadeia anualizados, no terceiro trimestre, abaixo das expectativas e bastante inferior aos 3.9% registados no período anterior. Face ao período homólogo, o PIB aumentou apenas 2%, abrandando notoriamente em relação a 2.7%, valor médio que se observou nos primeiros seis meses do ano. Todavia, a análise do detalhe do relatório permite retirar conclusões mais favoráveis, **pois o comportamento da actividade foi significativamente influenciado pela redução de stocks, facto que retirou cerca de 1.4 p.p. ao crescimento.** Observou-se ainda uma fraca *performance* do investimento em estruturas, segmento afectado pelo actual comportamento dos preços do petróleo e reflexos na indústria petrolífera, que tem vindo a rever em baixa os investimentos no sector. O consumo privado e restantes componentes da formação bruta de capital evidenciaram uma evolução bastante positiva, sinalizando a resiliência da procura interna, que aumentou 3% q/q, anualizado. O destaque vai para a despesa das famílias, cuja boa *performance* sugere que o agregado possa alcançar um crescimento anual superior a 3% em 2015, facto que se traduziria no maior ritmo de expansão em pelo menos uma década. Quanto aos gastos do Estado, o agregado deverá voltar a aumentar este ano (cerca de 0.8%), depois de um período de 4 anos consecutivos de retracção. A aprovação de legislação no sentido de contornar a proximidade do limite para a emissão de dívida abre boas perspectivas para o andamento das contas públicas, que deverão continuar a suportar a actividade económica, sem sobressaltos. O PIB deverá registar um ritmo de expansão anual entre 2.4% e 2.5%, semelhante à taxa de crescimento observada no ano passado.

□ **Na China, os estímulos monetários permitem acalentar optimismo** - Os dirigentes da China têm demonstrado que estão dispostos a actuar de forma determinante no sentido de evitar uma desaceleração mais brusca da actividade económica. No final de Outubro, o banco central anunciou pela terceira vez desde o período de instabilidade que se viveu em Agosto, um conjunto de medidas de estímulo monetário, integrando uma redução da taxa de referência em 25 p.b. (sexta redução desde Novembro de 2014), colocando as taxas *benchmark* de cedência e de depósito respectivamente em 4.35% e 1.5%; redução dos requisitos de constituição de reservas em 50 p.b. para as instituições financeiras monetárias, reduzindo a média do sistema para 17%, com condições especiais para bancos dedicados ao financiamento à agricultura e ao sector das PME's. Adicionalmente, o PBOC removeu o limite máximo para as taxas de remuneração dos depósitos, avançando mais um passo em direcção à liberalização do sistema. Todas estas medidas se destinam a suportar a actividade económica e a promover uma envolvente financeira favorável na fase de transição, que se perspectiva longa, em direcção a um modelo de crescimento mais suportado pelo consumo e menos pelas exportações e investimento.

□ **Apesar da sustentação do crescimento, a economia da China deverá, efectivamente desacelerar.** Ora estarão mais vulneráveis e mais expostas a esta desaceleração as regiões do globo mais dependentes da procura externa e dos fluxos internacionais do comércio, que o gigante asiático tem vindo a dominar nos últimos anos, destacando-se pela negativa a União Europeia em contraste com o Japão e os EUA.

### EUA - PIB (preços constantes): Crescimento e principais contributos até Setembro

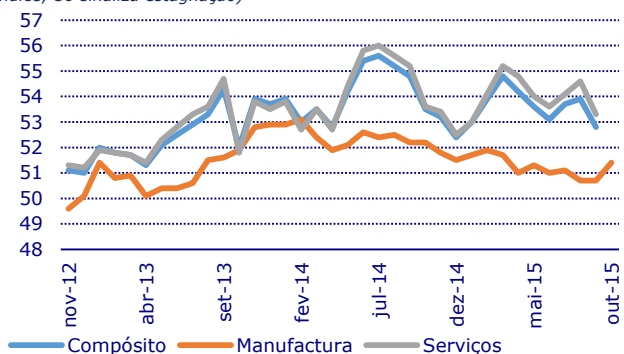
(taxa de variação homóloga, média Jan-Set 2015)



Fonte: Bloomberg, BPI calc

### PMI Global - Componente da manufatura regista ligeira melhoria em Outubro

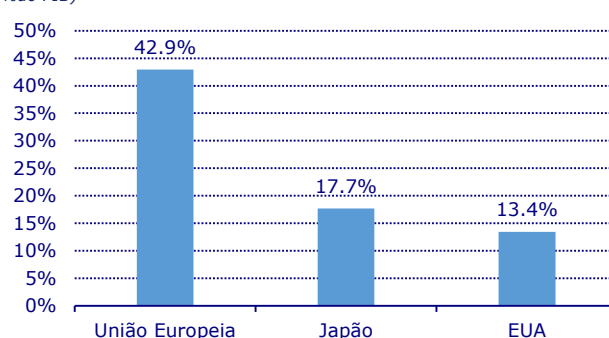
(índice; 50 sinaliza estagnação)



Fonte: Bloomberg

### Intensidade exportadora: União Europeia mais vulnerável ao arrefecimento da China

(%do PIB)



Fonte: AMECO, BPI calc

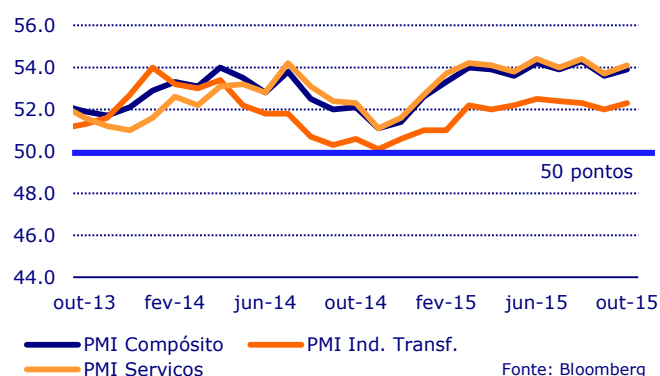
## ECONOMIAS

## ZONA EURO - ACTIVIDADE ECONÓMICA CONTINUA A RECUPERAR LENTAMENTE

- **O indicador PMI compósito revela um início favorável do 4T, com o indicador a registar um aumento de 0.3 pontos para 53.9 em Outubro.** Enquanto o indicador para a indústria transformadora aumentou em 0.3 pontos para 52.3, o sector dos serviços expandiu em 0.4 pontos para 54.1. Um dos factores que parece estar a dificultar a recuperação económica na área do euro prende-se com a desaceleração económica na China e noutros países emergentes, afectados com a queda dos preços das *commodities* e desvalorização das respectivas moedas, tornando a procura externa débil.
- O indicador PMI compósito não revelou sinais de pressões inflacionistas em Outubro, em linha com os baixos preços do petróleo que ainda são característicos do actual contexto económico. De facto, **o Eurostat antecipa que os preços tenham estagnado na área do euro em Outubro (variação homóloga), comparativamente a -0.1% no mês anterior, mantendo-se longe do target de taxa de inflação próxima mas inferior a 2% definido pelo BCE.** Os preços da energia caíram 8.7% (vs -8.9% em Setembro), o que se consubstancia numa taxa de inflação *core* (excluindo energia, alimentação, álcool e tabaco) de 1.0%.
- **Ao mesmo tempo, o indicador PMI compósito revelou que o ritmo de crescimento do emprego, ainda que tenha expandido em Outubro, continua a ser insuficiente para impulsionar a redução da taxa de desemprego.** O dado mais recente deste indicador revelou um ligeiro decréscimo, passando de 10.9% em Agosto para 10.8% em Setembro, a taxa de desemprego mais baixa desde Janeiro de 2012. A Alemanha continua a registar a taxa mais baixa (4.5%), contrariamente à Grécia, que voltou a verificar a mais elevada (25%, dados de Julho).
- **A taxa de poupança das famílias aumentou ligeiramente no 2T deste ano para 12.8%, comparativamente ao trimestre anterior (12.7%). O rendimento per capita das famílias, em termos reais, aumentou apenas 0.1% no 2T (vs +0.9% no 1T), resultado do aumento do rendimento nominal per capita (+0.7%) e dos preços (+0.6%).**

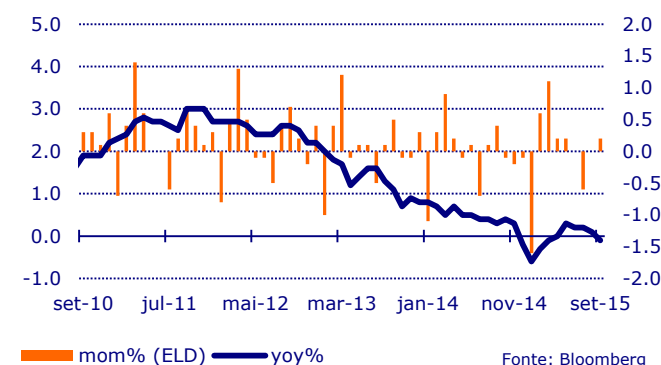
## PMI compósito revela um início favorável do 4T

(pontos)



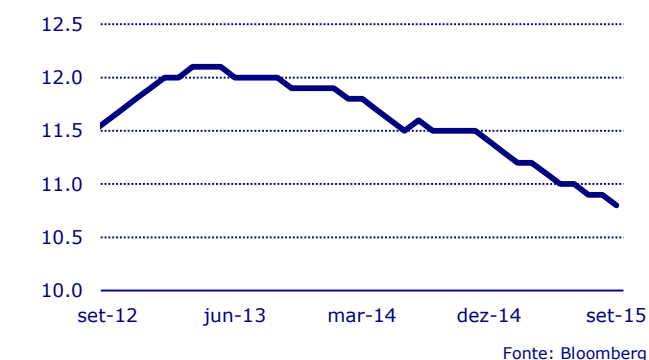
## Baixos preços do petróleo continuam a limitar a taxa de inflação

(yoy%: mom%)



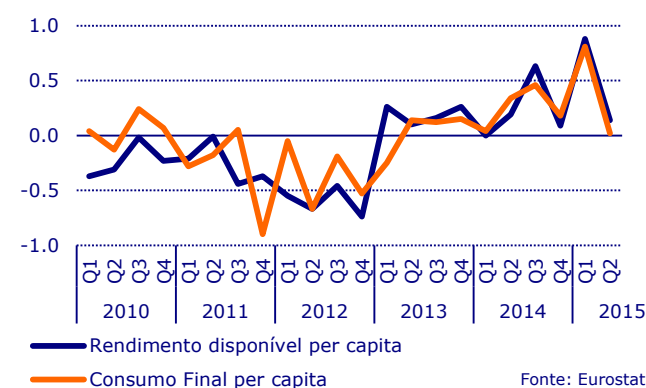
## Taxa de desemprego continua a diminuir, mas a um ritmo lento

(percentagem)



## Rendimento e consumo das famílias desaceleraram no 2T 2015

(taxa de crescimento real)



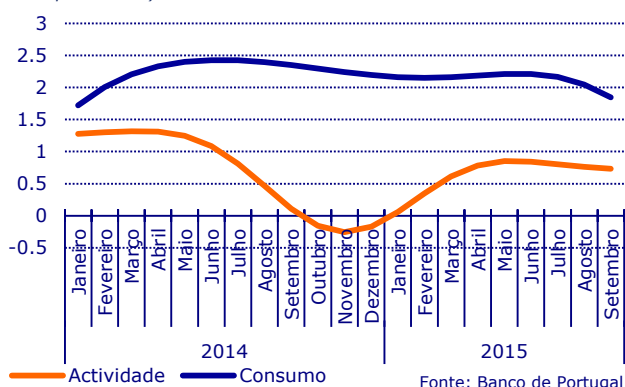


## PORTUGAL - ÍNDICES DE CONFIANÇA APONTAM PARA MAIOR PRECAUÇÃO

- Sinal de possível inversão de tendência** – Em Outubro, segundo informação estatística produzida pelo Instituto Nacional de Estatística, os indicadores sectoriais de confiança registaram ligeiros recuos. Este comportamento foi praticamente extensível a todos os sectores de actividade, com excepção do sector da construção, onde se registou estabilização. De acordo com o INE, o indicador de confiança das famílias desceu ligeiramente em Outubro para -19.1 pontos, que compara com -15.7 no mês anterior, o nível mais elevado deste agregado desde o ano de 2001. Segundo o INE, esta evolução reflecte uma avaliação menos optimista por parte das famílias quanto às expectativas de evolução do desemprego e relativas à situação económica do país, mais significativo no primeiro caso. A avaliação da actividade económica global, a apreciação quanto ao volume de vendas e a evolução da carteira de encomendas esteve na base do recuo ligeiro da confiança nos sectores da Indústria Transformadora, do Comércio e dos Serviços. Esta atitude mais cautelosa poderá reflectir-se no andamento dos indicadores de actividade nos últimos meses do ano, devendo gerar uma desaceleração do Consumo e Investimento, caso a tendência se confirme. À maior incerteza internamente associam-se perspectivas globais menos favoráveis, sugerindo cautela na formulação de cenários.
- Indicadores compósitos sinalizam abrandamento** – De acordo com informação produzida pelo Banco de Portugal, os índices compósitos relativos ao consumo das famílias e global – indicador coincidente do consumo privado e de actividade – sugerem que o PIB terá registado um comportamento mais moderado no terceiro trimestre do ano, sobretudo no que diz respeito ao andamento das componentes da procura interna. O aparente melhor comportamento do índice agregado face ao indicador de consumo sugere todavia, que a actividade possa ter sido sustentada pela procura externa, designadamente pelas exportações.
- Exportações somam e seguem** – O andamento das exportações de bens e serviços mantém-se bastante positivo. Relativamente às mercadorias, informação divulgada até Agosto dá conta de um crescimento das vendas ao exterior de 5.4% em termos homólogos. Excluindo o efeito da retracção das vendas para Angola – queda de 27% - as exportações de bens teriam aumentado 7.5%. E excluindo combustíveis, o aumento teria sido de 5.2%. Esta evolução sinaliza o bom comportamento das vendas ao exterior, transversal a diversos sectores, nomeadamente bens de capital, bens de consumo, bens alimentares e material de transporte. Fora da zona da moeda única, os mercados que registam até agora melhor *performance* (ver último gráfico) são o Reino Unido, EUA, Canadá, Marrocos e China. Com contributos mais elevados pontuam Espanha, Reino Unido, EUA, França e Alemanha.

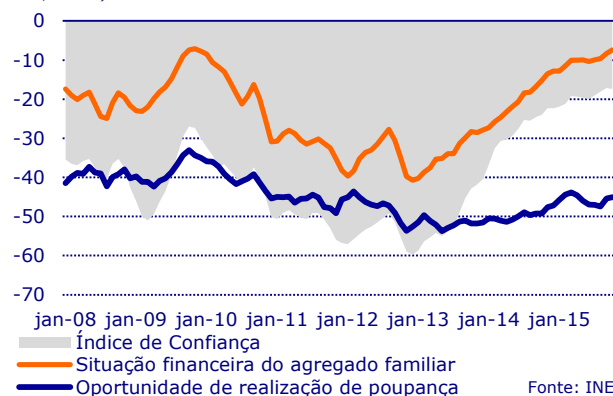
### Em Setembro, os indicadores coincidentes de actividade e consumo sinalizam ligeira queda

(pontos percentuais)



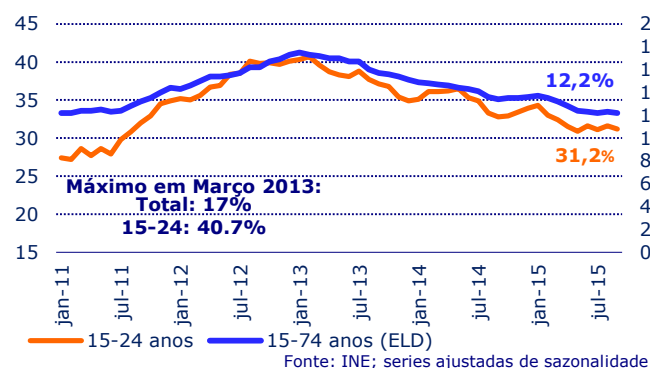
### Confiança do Consumidor agrava-se ligeiramente em Outubro

(s.r.e., índice)



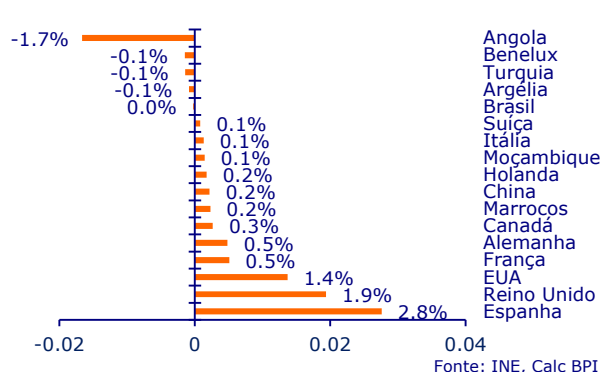
### Taxa de desemprego - confirma-se tendência de estabilização num patamar ainda elevado

(% da pop. activa)



### Contributos dos primeiros destinos para a variação homóloga das exportações de bens (Jan-Ago): +5.4%

(pontos percentuais)

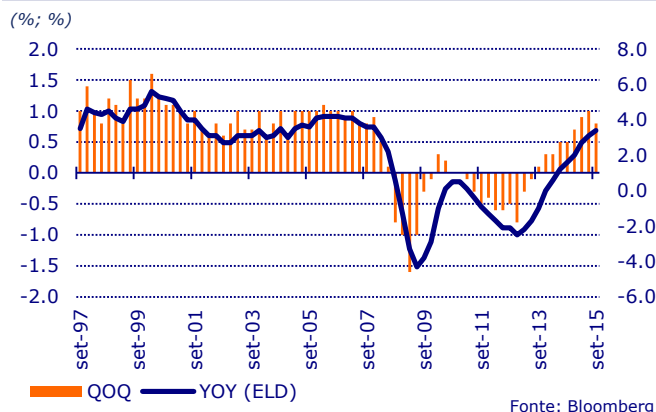


**ECONOMIAS**

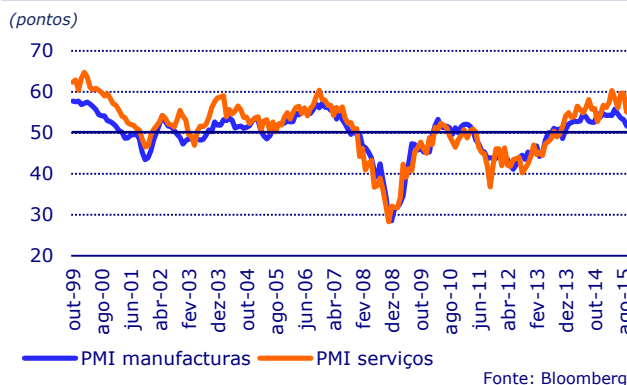
**ESPAÑA - CRESCIMENTO SUSTENTADO, MAS MAIS MODERADO A PARTIR DO 2º SEMESTRE**

- **Crescimento no terceiro trimestre** - A primeira estimativa para o crescimento do PIB aponta para um avanço de 0.8% em cadeia e de 3.4% em termos homólogos, correspondendo a um abrandamento do ritmo de expansão da economia espanhola face aos trimestres anteriores. A evolução do PIB nos dois primeiros trimestres do ano beneficiou de um conjunto de factores de suporte ao crescimento relacionados com o início do programa de aquisição de activos por parte do BCE, com os efeitos da queda do preço do petróleo e com a depreciação do euro. Todos estes factores mantêm-se activos na segunda metade do ano, no entanto os seus efeitos tendem a esbater-se, traduzindo-se em ritmos de crescimento menos pujantes. Todavia, a consolidação da retoma económica continua a reforçar-se, observando-se melhorias a diversos níveis, dos quais destacamos o mercado de trabalho e o mercado imobiliário.
- **Mercado de trabalho** - a taxa de desemprego continua em níveis muito altos – 21.2% no terceiro trimestre – mas apresenta uma sustentada tendência de melhoria, tendo já caído 5.8 pontos percentuais face ao pico registado em Março de 2013. Adicionalmente, a evolução dos pedidos de subsídio de desemprego aponta no mesmo sentido, observando-se quedas da ordem dos 8% yoy desde Maio, reflectindo melhorias em todos os sectores de actividade.
- **Mercado imobiliário** - refere-se a evolução do índice de preços das casas, cujo ritmo de crescimento se tem vindo a reforçar desde Junho de 2014.
- **Riscos** - Pese embora o cenário de crescimento se apresentar sustentado é de salientar a existência de alguns factores de risco que se poderão reflectir em desempenhos mais débeis. Em primeiro lugar, salientam-se os riscos de ordem política, caso os resultados das eleições legislativas de Dezembro se revelem inconclusivos. Do ponto de vista externo, o risco de abrandamento da procura global poderá reflectir-se no menor contributo das exportações para o crescimento.

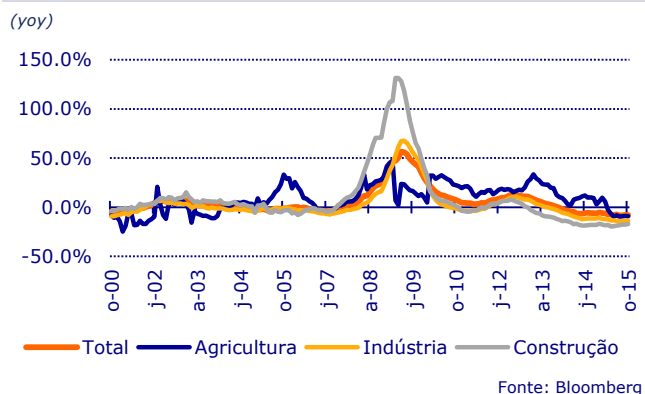
**Evolução do PIB**



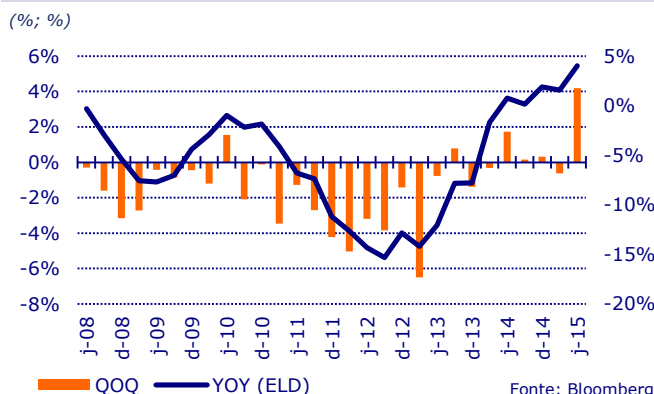
**Evolução dos indicadores de actividade**



**Pedidos subsídio de desemprego**



**Evolução dos preços das casas**

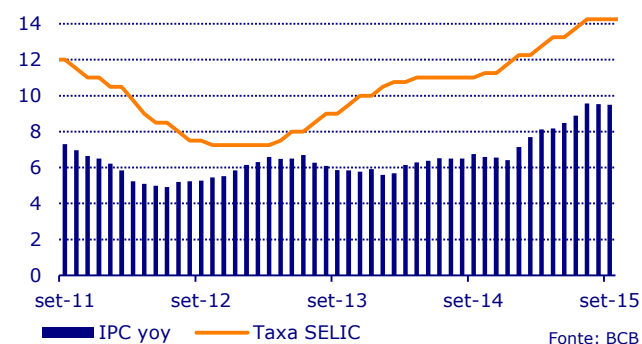


## BRASIL - BANCO CENTRAL ADIA META DA INFLAÇÃO

- **As previsões de crescimento económico voltam a deteriorar-se, e apontam agora para uma contracção da economia de 3.1% em 2015**, e 1.5% em 2016 (de acordo com o último inquérito do Banco Central). Os indicadores de confiança continuam a apresentar sinais de fragilidade. O indicador mensal de actividade económica do BCB recuou nos dois primeiros meses do terceiro trimestre (-4.28% y/y em Julho e -4.47% y/y Agosto), e a produção industrial voltou a contrair em termos mensais (-1.2% m/m) e em termos homólogos -9% y/y.
- **Entretanto, o Banco Central manteve a taxa Selic inalterada em 14.25%, mas adiou a meta de inflação para 2016**. Em Setembro, a taxa de inflação manteve-se estável mas num patamar elevado (9.5% y/y). De realçar que a taxa de inflação abrandou no grupo de não transaccionáveis e de bens e serviços não regulados, que reflectem a contracção da procura interna. Contudo, as pressões inflacionistas mantêm-se nos preços dos bens regulados, e é possível que ainda se ampliem nos bens transaccionáveis face ao efeito desfasado da desvalorização cambial. Neste contexto, o Comité de Política Monetária (Copom) retirou do seu comunicado a referência ao objectivo de trazer a taxa de inflação para 4.5% até ao final de 2016, sendo que pretendem apenas assegurar "a convergência da inflação para a meta de 4.5% no horizonte relevante". De facto, face ao contexto recessivo, o Banco Central pretende evitar adoptar uma política monetária demasiado restritiva que possa ter efeitos contraproducentes na actividade económica. Para além disso, note-se que o aumento das taxas de juro tem um efeito negativo sobre o serviço da dívida (que é maioritariamente denominada em moeda nacional e de curto prazo), e isso poderia por em causa a sustentabilidade das finanças públicas.
- **O Governo continua com dificuldade em atingir as metas fiscais, face aos efeitos da recessão económica**. De acordo com as últimas estimativas oficiais, o défice no final deste ano deverá atingir 0.85% do PIB (o que compara com um objectivo em Julho de apresentar um excedente de 0.15% do PIB). Em Setembro, o sector público consolidado registou um défice primário de 7.3 mil milhões de reais e o resultado primário acumulado dos 12 meses coloca o défice em 25.7 mil milhões de reais, equivalente a 0.45% do PIB.

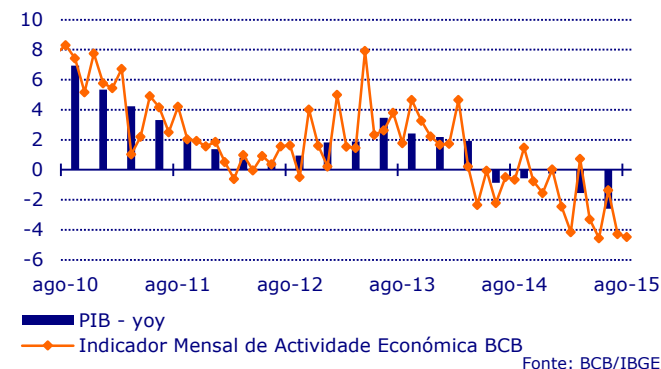
### Taxa Selic e Inflação

(percentagem)



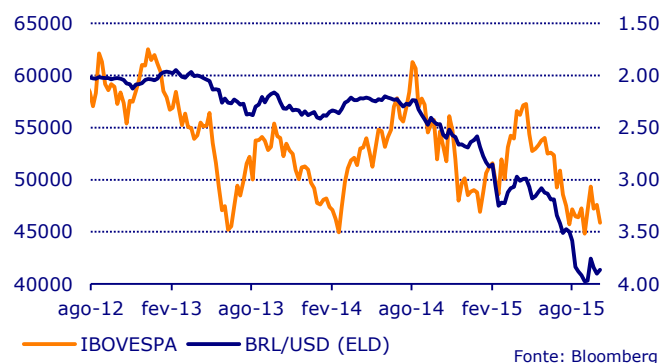
### Evolução da actividade económica

(variação percentual anual)



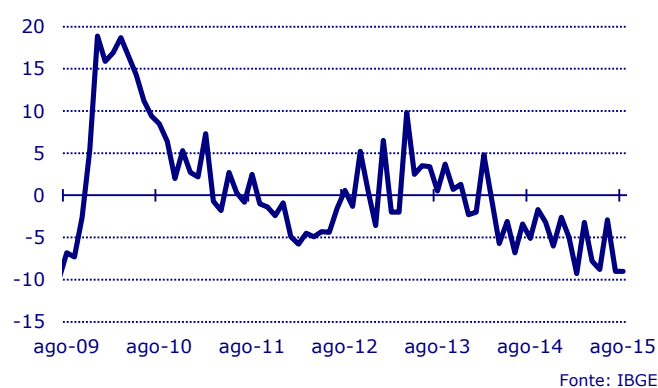
### IBOVESPA e USD/BRL

(índice; USD/BRL)



### Produção industrial

(% variação anual)



## ECONOMIAS

## ANGOLA – OGE 2016 PREVÊ DÉFICE DE 5.5% DO PIB

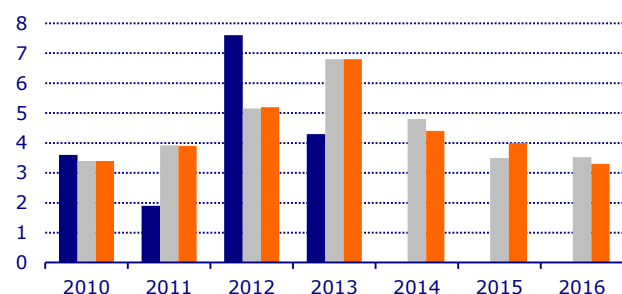
□ De acordo com o Ministério das Finanças, o Orçamento de Estado para 2016 prevê um défice orçamental de -5.5% do PIB, considerando um crescimento económico de 3.3% e tendo por base o preço do barril de petróleo de USD 45. O sector petrolífero deverá crescer cerca de 4.8%\*, com a produção de petróleo a subir para uma média diária de 1.888 milhões de barris por dia. O documento estima ainda que a taxa de inflação se mantenha no intervalo de 11-13%, previsão que consideramos conservadora.

□ O Comité de Política Monetária do BNA decidiu manter as taxas de política monetária inalteradas, apesar da trajectória ascendente da taxa de inflação, que chegou aos 11.7% y/y em Setembro. A Taxa BNA mantém-se em 10.5%, a Taxa de Juro da Facilidade Permanente de Cedência de Liquidez em 12.5% e a Taxa de Juro da Facilidade Permanente de Absorção de Liquidez em 1.75%. Entretanto a taxa de câmbio manteve-se estável desde a última desvalorização no final de Setembro em aproximadamente 136 kwanzas por dólar.

□ Angola subiu duas posições no ranking do Doing Business de 2016, mas mantém-se colocada no final da lista de 189 países, na 181ª posição. A ligeira subida no ranking global, resultou essencialmente de melhorias verificadas na facilidade de abrir uma empresa, em que Angola subiu para a posição 141ª, comparativamente a 174ª na avaliação anterior. Abrir uma empresa passou a demorar cerca de 33 dias (vs. 66 dias no DB 2015), e o custo de abertura do negócio recuou para 22.5% do rendimento per capita (vs. 118.8% no DB 2015). Nas restantes áreas a posição de Angola no ranking de países manteve-se praticamente inalterada em relação ao ano anterior, continuando a apresentar uma posição bastante fragilizada nas categorias de resolução de insolvências (189ª), execução de contractos (185ª), comércio internacional (181ª) e obtenção de crédito (181ª). Comparativamente a outros países da região, o ambiente de negócios em Angola continua a apresentar uma posição bastante desfavorável, atrás da Nigéria (169ª), Moçambique (133ª) e Namíbia (101ª), e da média regional da África Subsariana (143ª). O relatório de 2016 destaca o dinamismo de reformas entre os países da África Subsariana, que se tem traduzido em progressos significativos, nomeadamente no Uganda, no Quênia, na Mauritânia, no Senegal e no Benin, que se encontram entre os 10 países mais reformadores. Apesar dos ligeiros esforços de Angola para avançar com reformas, as medidas continuam a ser insuficientes para melhorar a sua posição no ranking relativamente aos países da região.

## Previsões de Crescimento do PIB

(percentagem)



■ INE (Contas Nacionais) ■ FMI (WEO) ■ Min. Plan./Min. Fin.

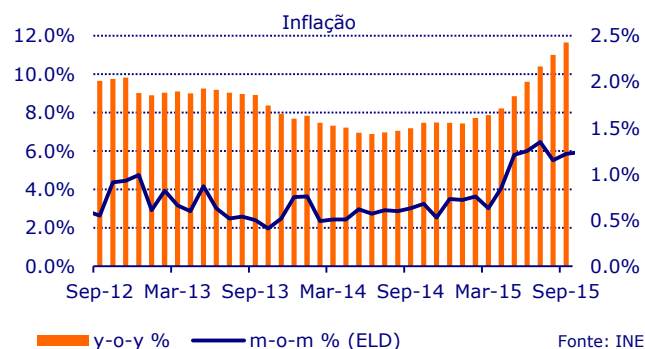
Ranking Doing Business  
(posição no ranking de 189 países)

	DB 2016 Rank	DB 2015 Rank	Var. no ranking
Doing Business	181	183	▲ 2
Início de Negócio	141	174	▲ 33
Obtenção de lic. de construção	108	105	▼ -3
Obtenção de electricidade	166	167	▲ 1
Registo de propriedade	169	166	▼ -3
Acesso ao crédito	181	180	▼ -1
Protecção dos invest. minorit.	66	64	▼ -2
Pagamento de impostos	141	144	▲ 3
Comércio internacional	181	180	▼ -1
Cumprimento de contractos	185	185	▶ 0
Resol. de proc. de insolvência	189	189	▶ 0

Fonte: Banco Mundial.

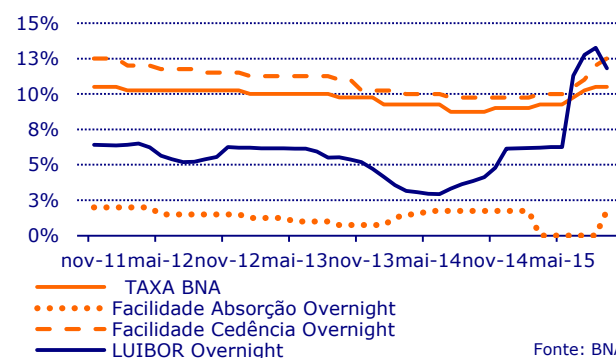
## A taxa de inflação voltou a subir em Setembro

(percentagem)



## Mas o BNA manteve as taxas de Juro de Política Monetárias inalteradas

(percentagem)



\*Estimativa do BPI a partir de elementos que integram o OGE 2016.

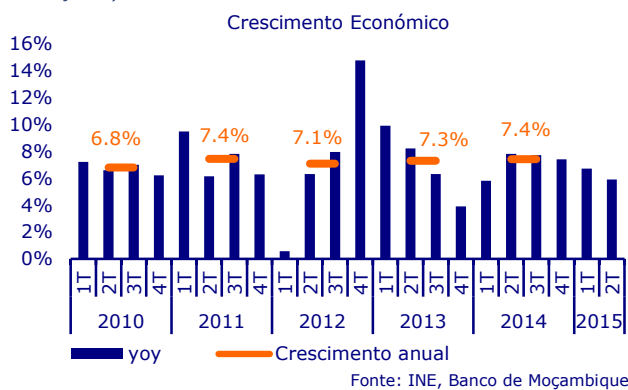
Luisa Teixeira Felino

## MOÇAMBIQUE - BANCO CENTRAL SOBE TAXAS DE JURO

- De acordo com o Banco de Moçambique a economia cresceu 5.9% no segundo trimestre de 2015 (vs. 6.7% 1T e 7.8% no 2T 2014).** Esta desaceleração resultou de um abrandamento da actividade no sector terciário para 4.9%, enquanto os sectores primário e secundário registaram taxas de crescimento mais elevadas de 8.1% e 7.8%, respectivamente. **Os dados da balança de pagamentos do segundo trimestre 2015, apontam para uma deterioração do saldo de conta corrente de 3.9% para USD 2.5 bn**, essencialmente resultado da diminuição de receita proveniente de rendimentos secundários (que inclui as mais-valias) e uma redução de 4.2% das receitas de exportações para USD 1.8 bn, que resulta da queda dos preços das *commodities*.
- O Banco de Moçambique (BM) procedeu a um aumento das taxas directoras de política monetária pela primeira vez desde Novembro 2014.** Na última reunião de Outubro, o Comité de Política Monetária decidiu aumentar a taxa de cedência de liquidez em 25 pontos base para 7.75%, a taxa de depósitos em 50 pontos base para 2% e o coeficiente de reservas em 100 pontos base para 9%. De acordo com o comunicado do BM esta decisão teve em conta um ajustamento das previsões para a taxa de inflação para 2016, que estimam que suba para um "nível superior à média dos últimos três anos". De facto, ainda que para já o crescimento dos preços seja pouco significativo, é provável que até ao final do ano as pressões inflacionistas aumentem. Em Setembro, o índice geral de preços do consumidor já começou a acelerar (o IPC de Maputo subiu para 2.4% y/y, o patamar mais elevado desde Julho do ano passado), sugerindo que o efeito da desvalorização cambial se começa a reflectir ainda que com algum desfazamento (recorde-se que desde o início do ano o Metical apresentou uma depreciação acumulada de 27%, e em termos homólogos a depreciação ascende a 30%).
- Moçambique desceu 5 posições no ranking do Doing Business 2016, para a posição 133.** Apesar de ter registado uma melhoria em algumas categorias, nomeadamente na obtenção de licenças de construção e de electricidade, Moçambique perdeu 6 posições no sub-indicador que mede a facilidade de abrir um negócio. Convém realçar que Moçambique apresenta uma posição relativamente favorável comparativamente à média dos países da África Subsariana (que ocuparia em média a posição 143) e de Angola (181), mas os dados sugerem que os esforços para avançar com reformas no último ano desaceleraram.

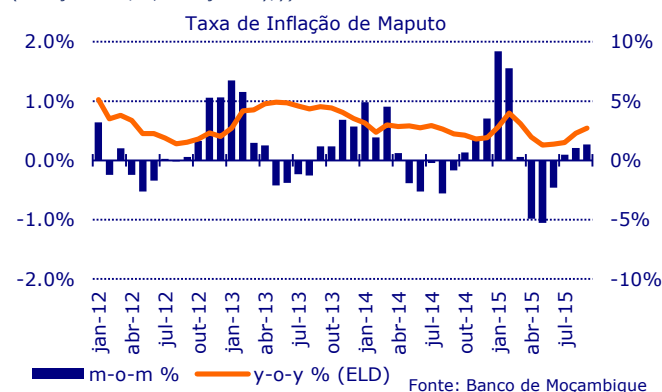
### A economia manteve o mesmo ritmo de crescimento no segundo trimestre

(tx variação %)

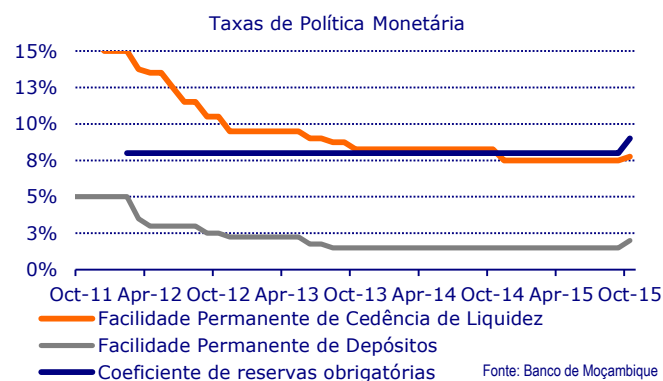


### A taxa de inflação mantém-se contida mas volta a apresentar sinais de subida

(variação % m/m; variação % y/y)

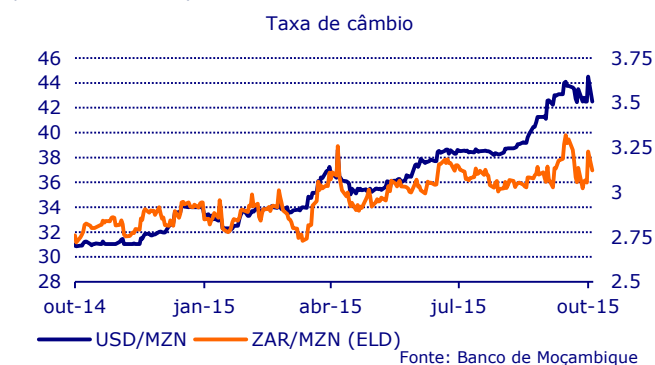


### Neste contexto, o Banco Central decidiu proceder com um aperto da política monetária...



### ...prevendo que os efeitos da desvalorização se apresentem com desfazamento

(USD/MZN; ZAR/MZN)



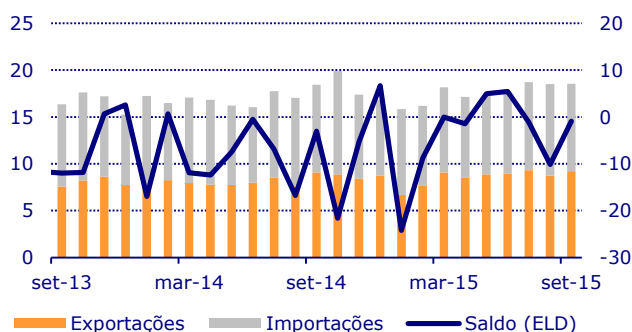
## ECONOMIAS

## ÁFRICA DO SUL - ECONOMIA DEVERÁ DESACELERAR EM 2015 E 2016

- De acordo com o último *Regional Economic Outlook* publicado pelo FMI, **os constantes cortes de energia eléctrica, a redução do número de empregos no sector do aço e, potencialmente, no sector extractivo, e as implicações dos baixos preços das commodities na actividade económica continuam a pesar no ritmo de crescimento do país.** O FMI estima que atinja 1.4% este ano, e que desacelere em 2016 para 1.3%. Estes valores ficam abaixo do esperado para o conjunto dos países de rendimento médio (2.6% e 2.9% para 2015 e 2016, respectivamente).
- O défice da balança comercial diminuiu substancialmente em Setembro**, explicado pelo crescimento das exportações em 5.6% m/m e pela queda das importações em 4.5% m/m. Estes valores traduzem-se numa redução do défice da balança comercial de R 10.1 mil milhões em Agosto para R 885 milhões em Setembro, o que se consubstancia num défice comercial acumulado desde o início do ano de R 37.35 mil milhões (vs R 73.37 mil milhões no mesmo período de 2014). **No último relatório do FMI, a instituição realça que os problemas estruturais da economia sul-africana limitam as exportações do país.** A débil procura externa e os baixos preços das *commodities* não explicam, por si só, o fraco desempenho das exportações do país, que, entre 2011 e 2014, registaram um crescimento médio de 82% do crescimento das importações dos parceiros comerciais. Ainda que o FMI estime uma redução do défice da balança corrente para -4.3% do PIB este ano, espera-se que a pressão descendente sobre o rand se mantenha, agravado pelo risco de uma redução das entradas de capital (sobretudo investimento de carteira) caso a Fed comece a normalizar a política monetária.
- O indicador PMI caiu para 48.1 pontos em Outubro** (vs 49.9 em Setembro), com as novas encomendas a registarem uma queda de 1.4 pontos para 50.5. Em linha com o fraco desempenho da actividade da indústria transformadora, o sub-índice do emprego caiu pelo 19º mês consecutivo para 44 pontos. Ainda assim, as perspectivas sobre a actividade para os próximos 6 meses continuam a melhorar (53.2 vs 49.3 em Setembro). **A taxa de inflação manteve-se estável em 4.6% em Setembro**, ainda que o banco central se mantenha vigilante sobre este indicador para a tomada de decisões sobre um eventual aumento das taxas de juro.

## Os problemas estruturais da economia deverão continuar a limitar o potencial das exportações

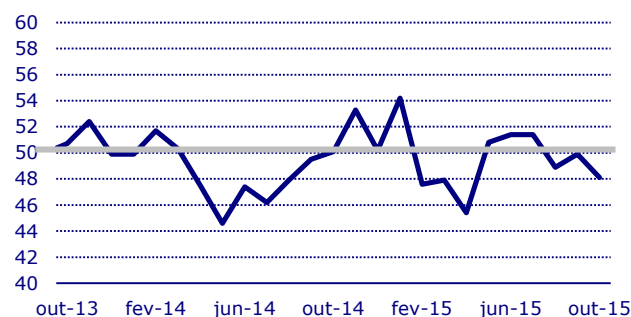
(mil milhões Rand; mil milhões Rand)



Fonte: Bloomberg

## Indicador PMI continua abaixo da marca dos 50 pontos

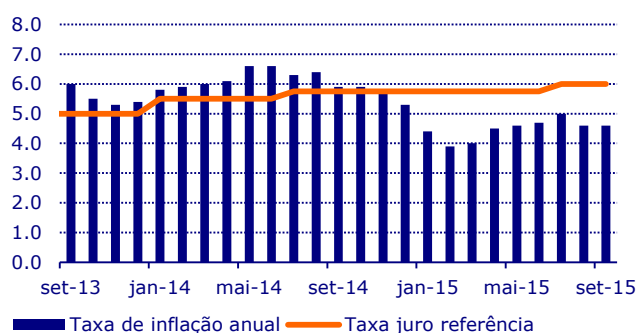
(pontos)



Fonte: Bloomberg

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

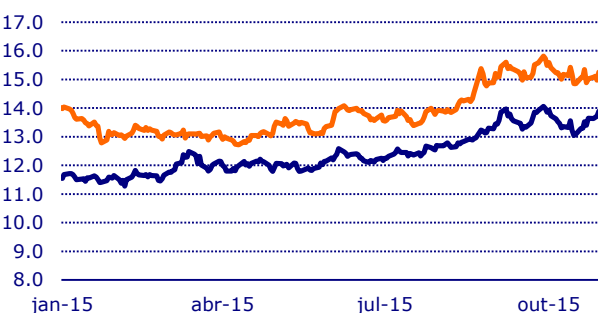
(percentagem)



Fonte: Bloomberg

## ... apesar da pressão de desvalorização sobre o rand

(Rands por USD; Rands por EUR)



Fonte: Bloomberg

## MERCADO CAMBIAL

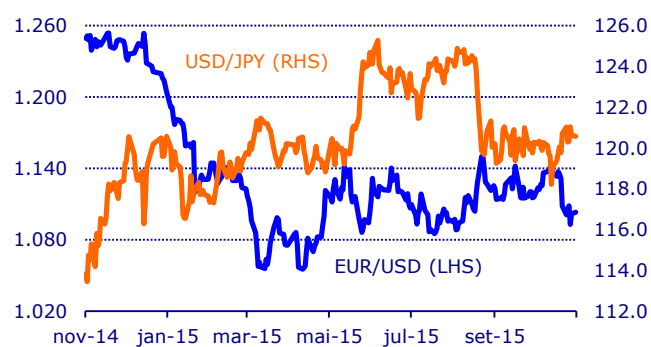
## MERCADOS

## A PREFERÊNCIA VAI PARA DÓLAR E LIBRA

- **Tanto o dólar como a libra continuam a ser as moedas escolhidas por investidores e operadores de mercado, perante um euro menos atractivo, enquanto se aguardam novidades em relação às respectivas políticas monetárias.** De facto, as atenções estão centradas no que poderá vir a fazer a Reserva Federal (Fed) e o Banco de Inglaterra (BoE) nas próximas semanas, crescendo as expectativas que a situação económica tanto nos EUA como no Reino Unido pode e deve incorporar o início do processo de normalização das taxas de juro, no actual período de consolidação económica. Inversamente, encontram-se os países que estão a aprofundar a sua política expansionista, como o Japão, a Zona Euro, a Suécia, a Austrália, a Nova Zelândia, etc. Neste contexto, dólar e libra saem beneficiadas, havendo tendências mais ou menos explícitas de perda de valor do iene, do euro, da coroa sueca, do dólar australiano e do dólar neozelandês, entre outras moedas. Movimento que poderá mesmo ser benéfico para estas economias, ganhando maior competitividade externa, embora seja uma situação de aproveitamento especulativo por parte de investidores mais agressivos.
- **Em recentes reuniões de bancos centrais de alguns destes países ficou claro o pendor das suas políticas:** o Banco do Japão (BoJ) compra de títulos de dívida do país ao ritmo de um aumento anual de 80 biliões de ienes, de modo a fomentar uma descida das taxas de juro ao longo de toda a curva de rendimentos; o BCE pondera implementar medidas adicionais de política monetária, até final do ano, para além do programa de *quantitative easing* em curso; o banco central da Suécia (Riksbank) ampliou o seu programa de compra de obrigações do Tesouro sueco em mais 6.2 mil milhões de euros (mme), fixando a meta de 21.4 mme até Junho de 2016, tendo mantido a taxa de juro de empréstimo aos bancos em -0.35% e a taxa de remuneração de depósitos em -1.1%; o banco central da Nova Zelândia (RBNZ), embora tenha mantido a sua taxa oficial em 2.75%, deixou claro que pondera descer em breve os juros.
- **O EUR/USD volta a mostrar uma dinâmica de queda, podendo vir a colocar sob pressão importantes áreas de suporte à volta de 1.08 e de 1.05 (mínimos registados ao longo do ano); no EUR/GBP, o actual objectivo do mercado é a aproximação ao patamar 0.69 (alcançado em Julho); no USD/JPY, depois da estabilização (e inúmeras hesitações) verificada em Setembro e Outubro, assiste-se à possibilidade de ser retomada a tendência de subida com o objectivo de ser alcançar o valor máximo do ano, 125.85 (5 de Junho).**

## Dólar volta a ganhar valor contra euro e iene, depois de um período sem tendência

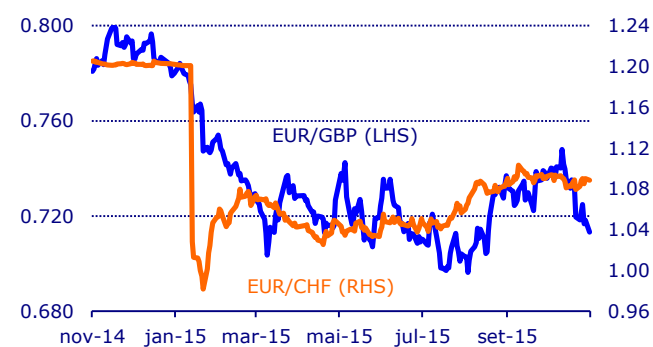
(x dólares por EUR; x ienes por USD)



Fonte: Reuters, BPI

## EUR/GBP regressa ao cenário de queda, enquanto EUR/CHF mantém-se estável

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



Fonte: Reuters, BPI

## Segundo PPC, o euro encontra-se acentuadamente subavaliado

03.Nov.15

	PPC	SPOT	% SOBRE (+) OU SUB (-) VALORIZAÇÃO DO EUR
EUR/USD	1.2493	1.1032	-11.69%
EUR/JPY	142.19	133.02	-6.45%
EUR/GBP	0.7801	0.7132	-8.57%
EUR/CHF	1.2054	1.0885	-9.70%

Fonte: BPI.

## Cotações a Prazo

03.Nov.15

Moedas	3 Meses	6 Meses	1 Ano
EUR/USD	1.1043	1.1063	1.1119
EUR/JPY	133.07	133.11	133.20
EUR/GBP	0.7144	0.7159	0.7200
EUR/CHF	1.0887	1.0848	1.0811

Fonte: BPI.

**MERCADOS**

**› MERCADO CAMBIAL (MOEDAS EMERGENTES)**

**ÍNDIA - PREOCUPAÇÃO COM CRESCIMENTO DITA ACÇÃO DO BANCO CENTRAL**

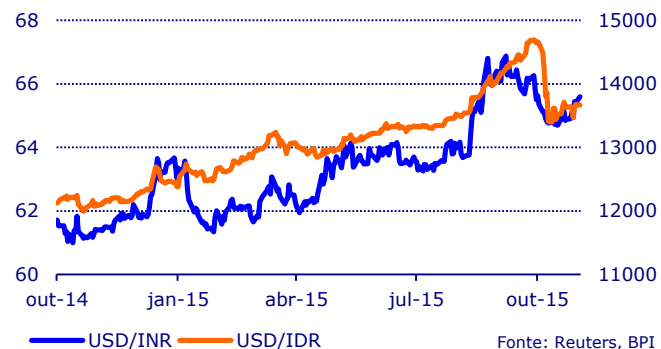
□ **Na reunião de 29 de Setembro, o RBI (Reserve Bank of India), para além da descida dos juros optou pela revisão em baixa do crescimento e da inflação.** De facto, o RBI anunciou uma taxa de crescimento do PIB de 7.4% para 2016, quando anteriormente a indicação era de 7.6%, dado o declínio das exportações, produção industrial e investimento mais fracos que o esperado, para além de condições meteorológicas adversas (falta de chuva); para a inflação, existe um intervalo de variação entre 5.5% e 5.8%, mas a tendência será de diminuição até 2017, possivelmente para 4.5%. Neste contexto, a taxa repo baixou 50 p.b., passando de 7.25% para 6.75% (mais do que o esperado); o *cash reserve ratio* permaneceu nos 4%. Foram também alargados os limites para o investimento estrangeiro em títulos de dívida do estado. Para além do sinal mais expansionista dado pela política monetária, esta acção pretende antecipar uma possível subida dos juros nos EUA (existe alguma apreensão nas economias emergentes em relação à normalização das taxas nos EUA). Em reacção, a rupia indiana deixou de corrigir de recentes perdas para o dólar. Neste contexto, é possível que prossiga a tendência de subida de longo prazo do USD/INR.

□ **Na China prossegue o processo de internacionalização da moeda.** Recentemente foi anunciado pelo Banco Popular da China que as famílias chinesas vão poder investir em activos estrangeiros (acções e dívida) de forma directa, de acordo com um plano de medidas necessárias para que o RMB passe a ser considerada moeda de reserva do FMI. Desde modo, a moeda chinesa vai ganhar peso no mercado cambial, que imediatamente premiou o anúncio com uma apreciação do RMB contra o USD.

□ **Por seu turno, a lira turca (TRY) registou uma apreciação de 3.5% em relação ao dólar, logo após a confirmação de que o partido do PM Recep Erdogan (o AKP) ganhou as recentes eleições legislativas com maioria absoluta, ampliando a anterior composição do parlamento turco (passa a contar com 316 dos 550 lugares).** A Turquia encontra-se presentemente na fronteira de dois importantes desafios à Europa: a chegada maciça de refugiados da Síria e do Norte de África; o extremismo islâmico. Em termos económicos, tem surpreendido a sua evolução ao longo de 2015 (no 2ºT2015 cresceu em termos anuais 3.8%), beneficiando de uma procura interna mais forte e de uma melhoria do sector exportador, embora esteja a diminuir a produção industrial e os indicadores de confiança.

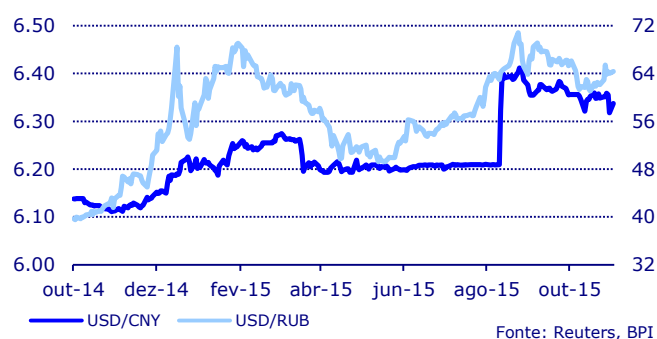
**A rupia da Índia (INR) e rupia da Indonésia (IDR) corrigiram das perdas mais recentes**

(x rupias por USD; x rupias por USD)



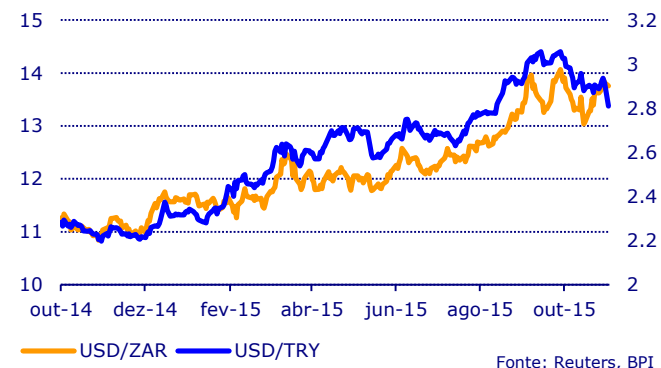
**Rublo (RUB) e yuan (CNY) aliviam pressão, mas mantêm-se próximos dos valores mais fracos**

(x yuans por USD; x rublos por USD)



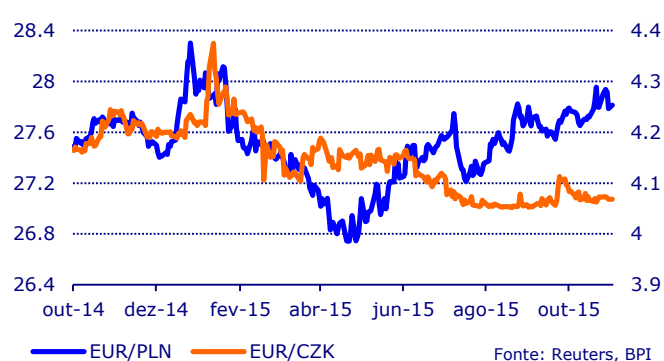
**Lira turca (TRY) corrige perdas, enquanto rand da África do Sul (ZAR) perde valor**

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



**Enquanto o zloty polaco (PLN) continua a perder valor para o euro, a coroa checa (CZK) está fixa**

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





## MERCADO MONETÁRIO

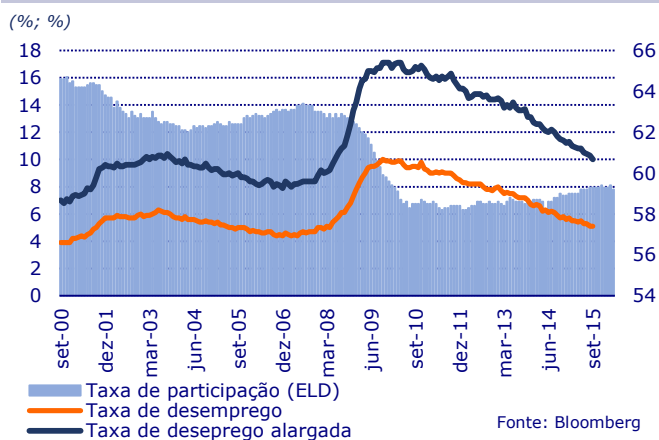
## MERCADOS

## FED CONTINUA A CONSIDERAR INVERSÃO DO CICLO DE TAXAS DE JURO EM 2015

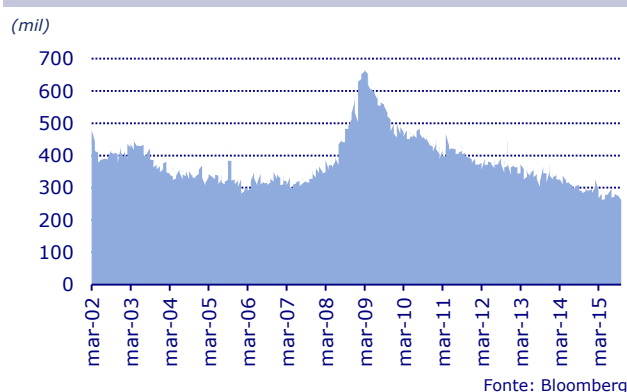
□ Como esperado, a Reserva Federal norte-americana manteve inalterado o intervalo para a taxa de juro dos *fed-funds* em 0-0.25%, mas surpreendeu o mercado mantendo em aberto a possibilidade de o alterar na reunião de Dezembro. As declarações que acompanharam a realização do último FOMC referem que a decisão de aumentar o intervalo da principal taxa de referência em Dezembro dependerá dos indicadores relativos ao mercado de trabalho e comportamento da taxa de inflação evoluírem em linha com os objectivos do banco central. Nas suas declarações acrescenta que esta avaliação terá em conta um alargado conjunto de indicadores económicos relativos ao desempenho do mercado de trabalho e dos preços, bem como perspectivas futuras quanto ao seu andamento. As condicionantes internacionais não foram esquecidas, mas menos enfatizadas. Face a isto o foco até à próxima reunião – 16 de Dezembro – volta a centrar-se no comportamento dos indicadores económicos.

□ No mercado de trabalho, a informação disponível sugere a recuperação gradual do emprego, ainda que alguns factores de fragilidade permaneçam. A taxa de desemprego continua a cair, situando-se actualmente em 5.1%; da mesma forma o conceito mais alargado da taxa de desemprego – que inclui indivíduos que trabalham a tempo parcial, mas gostariam de trabalhar a tempo inteiro – evolui favoravelmente, mantendo-se, no entanto, acima dos níveis anteriores à crise financeira de 2008, sugerindo ainda a existência de uma folga no mercado de trabalho. No mesmo sentido aponta o facto de a taxa de participação no mercado de trabalho estar ainda próxima dos mínimos observados nos anos posteriores ao rebentamento da crise financeira internacional. Adicionalmente, o ritmo de crescimento dos salários apresenta sinais de aceleração desde o início do ano, ainda que bastante moderados quando comparados com os ritmos de crescimento observados antes da crise financeira. Os indicadores relativos à evolução dos preços continuam a sugerir a ausência de pressões inflacionistas. Em Setembro, a taxa de inflação global foi de 0.0%, continuando a reflectir a queda dos preços dos bens energéticos. Retirando este efeito, verifica-se um comportamento mais benéfico dos preços no consumidor, situando-se a taxa de inflação subjacente em torno de 1.8-1.9%. Paralelamente, as expectativas inflacionistas implícitas no *inflation swap* a cinco anos situa-se actualmente em 2.1%, abaixo do esperado em Julho, sugerindo uma recuperação moderada do ritmo de crescimento dos preços.

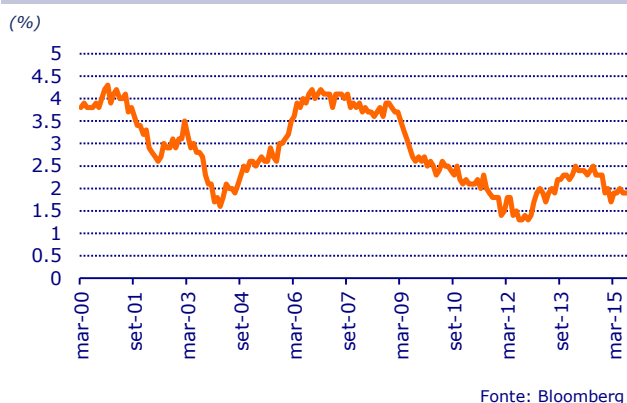
## Desemprego e taxa de participação no mercado de trabalho nos EUA



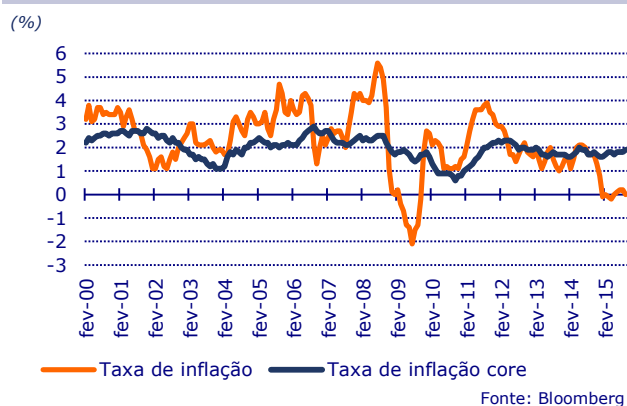
## Evolução dos pedidos semanais de subsídio de desemprego



## Variação do salário médio por hora



## Taxa de inflação



## AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS

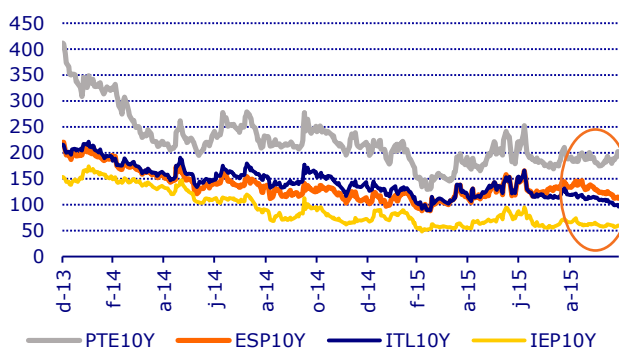
□ **O aumento da incerteza resultante da crise política pós eleições tem-se reflectido no alargamento do prémio de risco da dívida pública portuguesa. Desde o início de Outubro, o prémio de risco das OTs a 10 anos face ao Bund alemão com o mesmo prazo aumentou 24 pontos base (pb), o que compara com reduções de 9 pb em Espanha e 15 pb em Itália.** No último ano, a evolução do prémio de risco da dívida pública portuguesa reflectiu o ajustamento de desequilíbrios internos e externos, mas também o suporte do programa de compra de dívida pública do BCE. O facto de o BCE ter recentemente anunciado que irá em breve aumentar o cariz acomodatório da sua política monetária, tenderá a reforçar a evolução benigna dos prémios de risco. Todavia, na actual conjuntura em que há maior risco de agravamento do défice orçamental e de inversão da trajectória de correcção das contas externas – resultantes do aumento da despesa pública e do incentivo ao crescimento pelo lado da procura interna (consumo privado) que provavelmente será acompanhado de aumento de importações – é importante ter em conta as necessidades públicas de financiamento, na medida em que uma eventual deterioração do prémio de risco pesaria no Orçamento de Estado.

□ **Quais as necessidades de financiamento do Estado em 2016 e como poderão ser satisfeitas?** Como ponto de partida, **o Estado português disporá de uma almofada de liquidez que se situará entre 9.7-10.1 mme.** O intervalo inferior admite que as necessidades brutas de financiamento do estado (que incluem a amortização antecipada de parte dos empréstimos do FMI ao abrigo do Programa de Assistência Económica e Financeira) serão satisfeitas pela utilização da liquidez no início de 2015, pelas emissões de BT's e OT's já realizadas e considera como cenário mais provável que o IGCP realizará o *rollover* dos Bilhetes do Tesouro (BT's) que se vencem até ao final de 2015, (2.2 mme); o financiamento através de instrumentos colocados no retalho (Cert.Aforro e Cert. Tesouro) aumentará de acordo com as estimativas do IGCP (1.0 mme). O intervalo superior tem por base a informação disponível para os depósitos da administração central publicados pelo Banco de Portugal (última informação disponível é de que em Agosto eram de 16.4 mme), descontados dos depósitos cativos ao abrigo do programa de capitalização dos bancos (2.6 mme), da despesa do estado em Novembro e Dezembro (através da mensuração do défice estimado para 2015) e da despesa com o reembolso dos BT's que vencem até ao final do ano.

□ **Admitindo a previsão do Conselho de Finanças Públicas para o défice público em 2016 (3.2% do PIB), a previsão do BPI para o crescimento do PIB nominal no próximo ano (3.2%) e os reembolsos de dívida pública previstos para 2016, as necessidades brutas de financiamento do estado em 2016 ascenderão a 26.7 mme,** (esta estimativa exclui a possibilidade de materialização de eventuais custos adicionais associados à necessidade de recapitalização do Novo Banco e/ou assumpção de dívidas de empresas públicas que possam ainda vir a ser incluídas no perímetro de consolidação da administração pública). Destas, 13.8 mme estarão assegurados pelo *rollover* de BT's. **Os restantes 12.9 mme deverão ser maioritariamente financiados por emissão de dívida pública de médio e longo prazo e/ou pela utilização da almofada de liquidez que transita de 2015.** A distribuição entre estes dois instrumentos – emissão de dívida de médio e longo prazo e utilização de depósitos – dependerá da evolução das taxas de juro da dívida pública portuguesa. Admitindo tecnicamente a utilização da totalidade da almofada financeira estimada, ainda assim o Estado teria de emitir pelo menos 4.3 mil milhões de euros (admitindo que os restantes pressupostos se materializavam). Actualmente a elegibilidade da dívida pública portuguesa para o programa de aquisição de activos de longo prazo do BCE está dependente da classificação atribuída pela agência internacional de *rating* canadiana DBRS, na medida em que esta é a única a atribuir uma classificação de investimento (último grau da dívida de investimento).

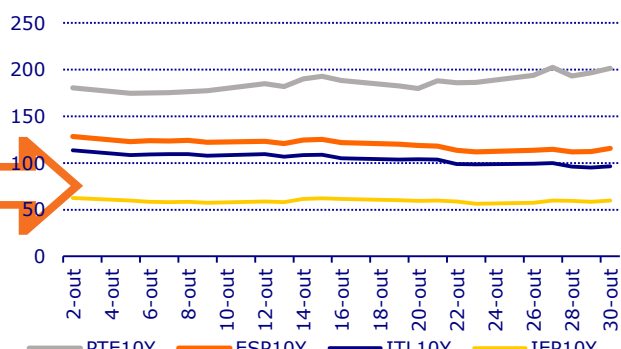
### UEM: Mercados mais afectados

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



### UEM: Mercados mais afectados evolução dos spreads pós eleições legislativas em Portugal

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



## MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

MERCADOS

## AS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO DO ESTADO PORTUGUÊS (cont.)

<b>Necessidades de Financiamento (mil milhões de euros)</b>		
	<i>mil milhões de euros</i>	
	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>1. Necessidades de Financiamento Líquidas</b>	<b>11.2</b>	<b>5.9</b>
Défice Orçamental	6.0	5.9
Prog. Recapitalização sistema Bancário	0.0	-
Outras aquisições de activos financeiros	5.2	-
Privatizações	0.0	0.0
<b>2. Reembolsos</b>	<b>32.0</b>	<b>20.8</b>
Bilhetes do Tesouro	16.9	13.8
Obrigações do Tesouro	6.7	7.0
PAEF	8.4	0.0
Outros	-	-
<b>Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)</b>	<b>43.2</b>	<b>26.7</b>
<b>Fontes de financiamento</b>		
Liquidez do Estado Dezembro do ano anterior	12.4	8.6
Utilização de depósitos	3.8	0.0
<b>Executado</b>	<b>37.3</b>	<b>0.0</b>
Bilhetes do Tesouro (expectativa de rollover de saldo)	12.3	-
Obrigações do Tesouro	22.1	-
Instrumentos de dívida no retalho	2.9	-
Outros	-	-
PAEF	-	-
<b>Por executar</b>	<b>3.2</b>	<b>13.8</b>
PAEF	-	-
Obrigações do Tesouro	-	-
Bilhetes do Tesouro (expectativa de rollover de saldo)	2.2	13.8
Instrumentos de dívida no retalho	1.0	-
<b>Financiamento do Estado</b>	<b>40.6</b>	<b>13.8</b>
<b>Recurso a financiamento adicional</b>	<b>2.7</b>	<b>4.3</b>
<b>Disponibilidade de depósitos no final do ano</b>	<b>8.6</b>	<b>0.0</b>

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

**MERCADOS**

**MERCADO DE DÍVIDA DIVERSA**

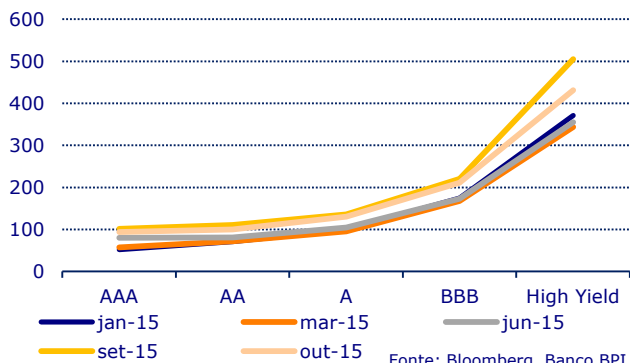
**MERCADO HIGH-YIELD APONTA PARA UMA INVERSÃO DE CICLO**

▫ **Nos EUA, o mercado *high-yield*, que no passado tem sinalizado grandes pontos de inversão de ciclo, tem mostrado claros sinais de pressão.** O forte crescimento do mercado de crédito de empresas com notação creditícia mais baixa, manteve-se bastante dinâmico nos últimos anos, face a um acentuado dinamismo do lado da procura, em busca de alternativas de investimento mais atractivas num contexto de baixas taxas de retorno, que proporcionou um estreitamento dos prémios de risco exigidos para níveis mínimos. Contudo, a alteração das expectativas em relação à evolução da política monetária, aliada a vários factores de incerteza (queda dos preços das *commodities*, fragilidade nos mercados emergentes) têm motivado uma alteração no apetite dos investidores por maior risco. Este cenário nas últimas semanas traduziu-se num movimento muito claro de alargamento dos prémios de risco (o índice da Markit CDX, um *benchmark* dos *Credit Default Swaps* para as empresas com notação de *rating* especulativa, chegou aos 500 pontos base no final de Setembro, quando em Março rondava os 300 pontos base), e numa maior inclinação da curva de risco de crédito.

▫ **Um estudo recente da UBS sugere que apesar de os inquéritos ao sector bancário continuarem a mostrar uma maior flexibilização dos critérios de concessão de crédito para as empresas (face aos reduzidos riscos de incumprimento), outros indicadores mais apropriados do lado da oferta contrariam esta indicação.** O artigo sugere que esta não deve ser a medida mais apropriada, em particular no mercado norte-americano, dado que as fontes de financiamento não bancárias, essencialmente através do mercado de obrigações, têm um peso muito mais elevado no financiamento das empresas. A UBS realça mesmo que a maior flexibilidade de financiamento bancário pode ser um factor positivo, mas talvez estejam a subestimar a probabilidade de uma inversão de ciclo. Mais ainda, defendem que as condições creditícias do financiamento não-bancário são agora mais restritivas, utilizando duas medidas que no passado têm ajudado a antecipar momentos de inversão de ciclo. Em particular, pela avaliação das emissões líquidas do mercado com qualidade creditícia mais baixa, a conclusão é que os investidores estão mesmo a optar por um investimento no mercado com maior qualidade - o total de emissões HY durante os 3 primeiros trimestres do ano ascendeu a USD 19 mil milhões em 2015, significativamente abaixo dos montantes emitidos no mesmo período dos anos anteriores (mesmo excluindo o sector energético). Para além disso, o Credit Managers Index, um indicador similar ao PMI que avalia as condições do financiamento não-bancário, parece estar a apresentar alguns sinais de maior preocupação.

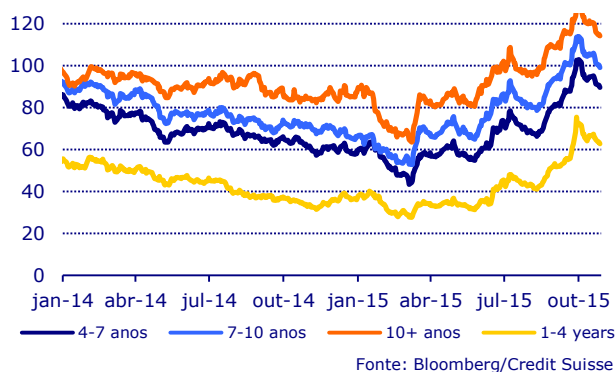
**Curva de risco de Crédito para dívida de corporates em USD**

(pontos base)



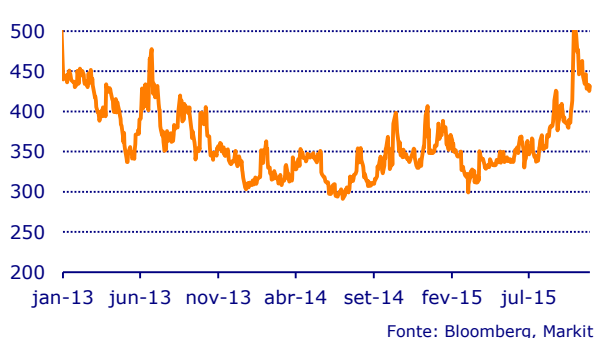
**Spreads da dívida face ao swap US - High Yield**

(pontos base)



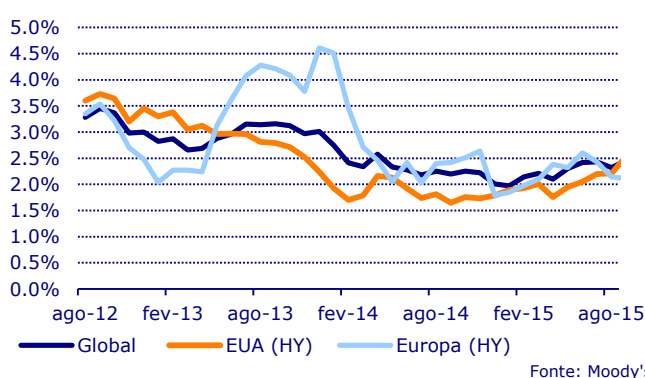
**Spreads da dívida face ao swap US - High Yield**

(pontos base)



**Taxas de incumprimento - Rating Especulativo**

(pontos base)



**MERCADO HIGH-YIELD APONTA PARA UMA INVERSÃO DE CICLO (cont.)**

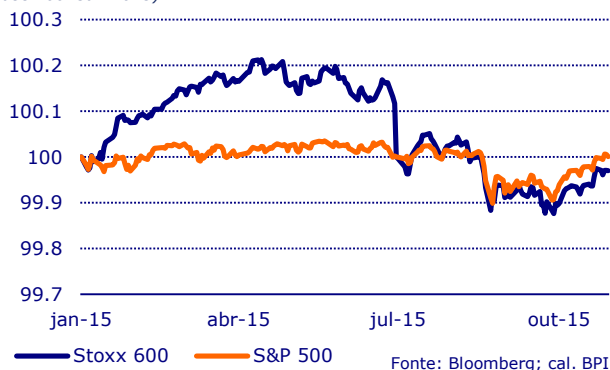
- **Um aumento da média esperada da taxa de *default* para o próximo ano, pode também oferecer uma justificação para o alargamento dos *spreads*.** Ainda assim, deve-se salientar que apesar de se perspectivar um agravamento das taxas de incumprimento para 2016, os níveis de *default* continuam a ser relativamente baixos em termos históricos - a S&P espera um aumento das taxas de incumprimento nos EUA para cerca de 3% em 2016, o que compara com uma taxa de cerca de 1.8% em 2014 - e que portanto ainda que esta subida confirme um movimento de correcção após um período de forte expansão de mercado, com níveis de incumprimento nestes valores, a sustentabilidade do mercado não deve estar em causa, mas apenas um regresso a níveis mais moderados. Para além disso, o universo do mercado de empresas com *rating* de investimento é muito maior, e neste segmento (investimento) as empresas continuaram a marcar uma forte presença no mercado, de forma a garantirem custos de financiamento menores.
- **Em contrapartida, o mercado europeu *high-yield* tem-se apresentado bastante mais resiliente do que o norte-americano, o que reflecte não só factores conjunturais, face à divergência de políticas monetárias, mas também uma menor exposição ao sector energético.** Desta forma, as emissões têm continuado a superar os montantes do ano anterior, e os *spreads* mantiveram-se comprimidos em níveis mínimos. Para além disso, este segmento ainda é encarado com algum potencial dada a expectativa de uma gradual transição e expansão do mercado de capitais europeu, que para já ainda tem uma posição pouco relevante face à posição dominante da banca. Porém não se pode ignorar o possível impacto de eventos idiossincráticos como o da Volkswagen no mercado europeu, onde a indústria automóvel tem um peso particularmente relevante no mercado de dívida corporativa, principalmente se excluirmos o sector financeiro. De acordo com a Dealogic, a Volkswagen dominou o mercado de emissão de dívida com um total de USD 104.4 bn desde 2011 (cerca de 4.21% do mercado), e o total da indústria automóvel representou cerca de 11% do total de emissões corporate no período de 2011-2015.

## EARNINGS SEASON MARCA A EVOLUÇÃO DOS PRINCIPAIS ÍNDICES MUNDIAIS

- **O mês de Outubro ficou marcado pela divulgação de resultados dos dois lados do Atlântico.** A *earnings season* tem especial importância já que, no longo prazo, os lucros e as taxas de juro são as variáveis que influenciam as cotações das acções. As contas trimestrais do 3T permitem aferir as consequências da desaceleração sentida nos mercados emergentes, e as perspectivas que os CEOs têm sobre o futuro da actividade das respectivas empresas e implicação sobre os agregados macroeconómicos.
- **O padrão desta época de resultados assemelha-se a anteriores: nos EUA, a maioria das empresas reporta lucros superiores ao antecipado, mas essa percentagem desce significativamente no caso das receitas, explicado principalmente pela valorização do dólar** (impacto em cerca de 30% das receitas das empresas do S&P 500, de acordo com o BPI). Adicionalmente, também a situação económica na China (ainda que a exposição à China seja limitada, há empresas em que o mercado chinês é vital) e a queda dos preços das *commodities* foram factores dominantes. Relativamente ao Nasdaq, depois de uma forte correcção em Agosto, em linha com a expectativa de subida de taxas de juro da Fed em Setembro, ainda não atingiu o máximo de 2000 (4,816 pontos). Espera-se que venha a ultrapassar esse valor nos próximos tempos, potenciado pelos resultados positivos das tecnológicas. Por outro lado, o DJ continua longe do máximo registado em Maio (18,351 pontos) e não deverá atingi-lo nos próximos tempos, face à expectativa de subida de juros por parte da Fed.
- **O panorama de resultados na Europa assemelha-se ao americano. No entanto, a perspectiva para os próximos tempos parece menos negativa do que nos EUA.** De facto, a expectativa de que o BCE aumente os estímulos monetários, pressionando em baixa as taxas de juro e o euro, poderá melhorar as perspectivas de crescimento na região e fomentar os resultados das empresas.
- **Se, por um lado, os bons resultados das empresas incentivam os investidores a procurar retornos no mercado accionista, por outro, a potencial subida de juros por parte da Fed poderá afastá-los.** Numa primeira fase, poderão verificar-se correcções nos mercados, em linha com a tentativa dos investidores em obter retornos antes da subida dos juros. No entanto, este aumento, que se espera gradual e com impacto limitado nos resultados das empresas, também sinaliza uma melhoria do contexto económico, o que poderá ser um estímulo para novas valorizações.

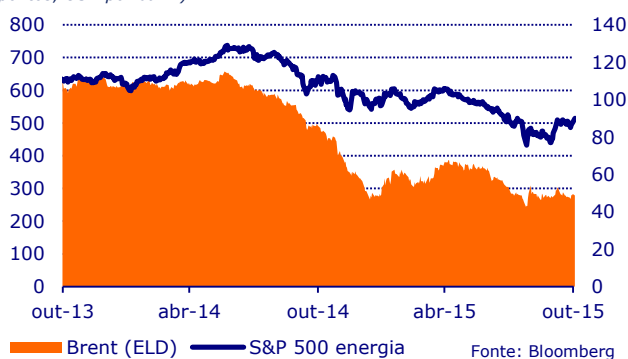
### Potencial de valorização das acções europeias superior ao das norte-americanas

(base 100=Jan.2015)



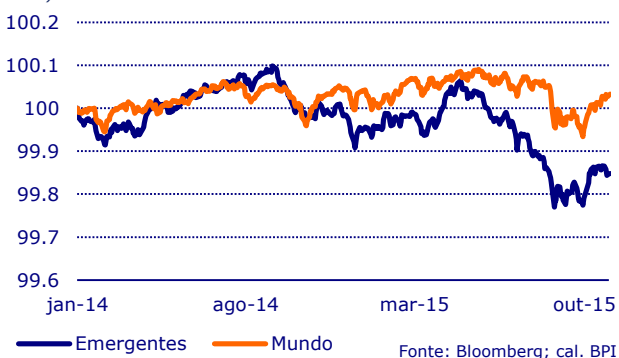
### Acções do sector energético têm acompanhado os preços do Brent

(pontos; USD por barril)



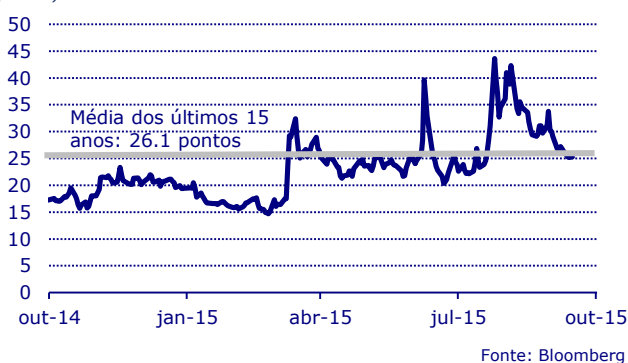
### Investidores continuam receosos quanto ao ambiente económico nos países emergentes

(pontos)



### Volatilidade no mercado chinês atenuou depois da turbulência em Agosto

(pontos)



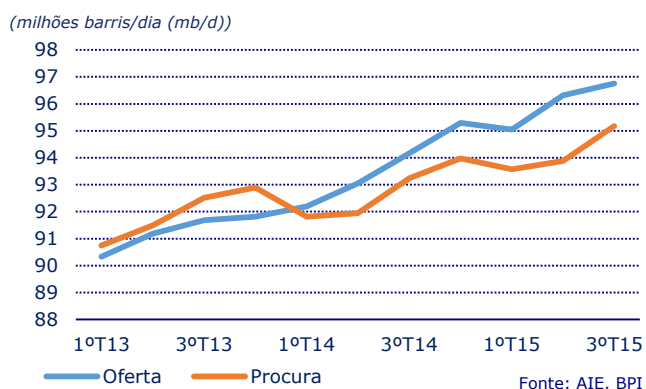
## · MERCADO DE COMMODITIES

**MERCADOS**

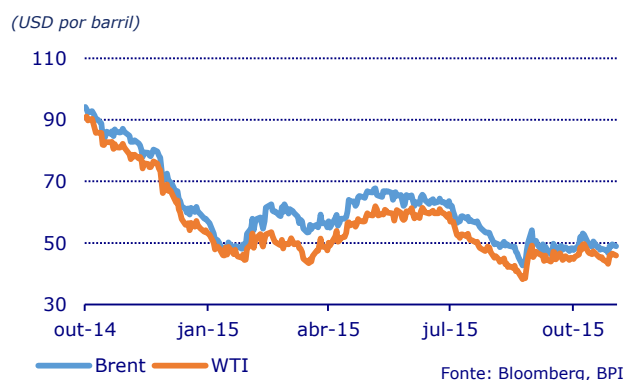
### O CENÁRIO É DE MANUTENÇÃO DOS PREÇOS BAIXOS

- **As perspectivas para os preços das matérias-primas é de manutenção da situação de debilidade durante um longo período, de acordo com os factores de mercado mais relevantes.** Assim, persistem as preocupações com a evolução da economia chinesa, com o declínio da generalidade das economias emergentes, da sobreprodução (perante dificuldades de escoamento/procura) e de um dólar forte (principal moeda de transacção de *commodities* nos mercados internacionais). E tudo isto, quando são inequívocos os esforços dos bancos centrais em prosseguir (e mesmo acentuar) as políticas monetárias expansionistas em vigor. Bancos centrais dos emergentes, onde se inclui o Banco Popular da China, têm reduzido os juros e injectado liquidez nas economias, quando se espera que o próprio BCE faça o mesmo. No caso da Fed, a situação é inversa, aguardando-se o início da subida dos juros, que dará uma indicação contrária a um possível maior "aquecimento" da economia norte-americana, e gerará custos adicionais ao financiamento da dívida dessas economias. Por isso, o "inverno" da procura deverá manter-se, acompanhado por incerteza e risco de vária ordem.
- **No mercado da energia, concretamente do petróleo, os preços têm-se mostrado estáveis nas últimas semanas, depois do registo de um novo mínimo. De facto, os preços do Brent e do WTI chegaram aos \$42 e aos \$38, respectivamente, no final de Agosto, com informações de acumulação de stocks devido à falta de consumo adicional, enquanto permaneciam os mesmos níveis de produção.** E não há perspectivas de alteração desta situação no futuro. Segundo a Agência Internacional de Energia (AIE), a oferta global foi de 96.6 milhões de barris/dia (mb/d) em Setembro, tendo diminuído a produção nos países fora da OPEP, mas aumentado dentro da referida organização. A estes preços, a estratégia da Arábia Saudita tem sido de tornar pouco rentável a produção norte-americana obtida através do xisto, limitando a sua oferta. Contudo, nem todos dentro da OPEP estão de acordo. O Irão, por exemplo, pretende uma redução da produção, embora desejasse que fosse igualmente acomodada a produção do país (recentemente regressada ao mercado com o fim das sanções ao país), de modo a manter os preços entre 70 e 80 dólares. Na reunião de Dezembro da OPEP é esperada a discussão desta questão, sabendo-se que a organização está a produzir mais de 31 mb/d, acima do tecto de 30 mb/d definidos.
- **O preço do ouro tem-se mantido suportado, mas não longe dos valores mínimos dos últimos anos (em Julho foi registado o valor mínimo \$1077).** China e Índia, principais consumidores mostram menor crescimento económico e os investidores estão a antecipar uma subida dos juros nos EUA.

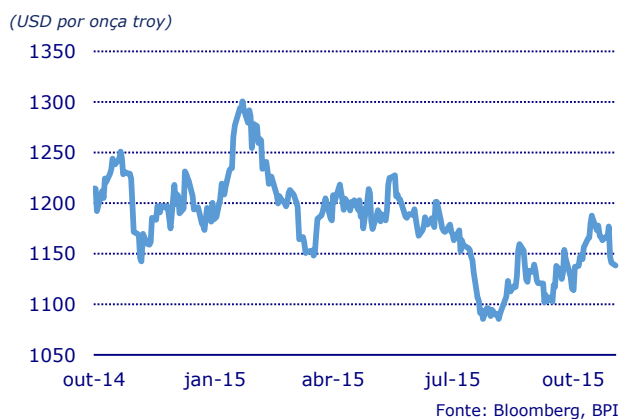
#### Desde 2014 que a oferta de crude é superior à procura, tendo vindo a ampliar-se a diferença



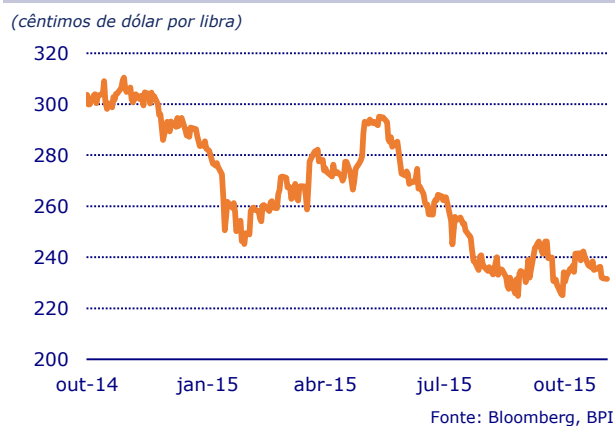
#### Os preços do petróleo mostram-se estáveis, embora não estejam longe dos mínimos



#### Preço do ouro recuperou num contexto de volatilidade, embora esteja a corrigir ganhos



#### O preço do cobre evolui próximo dos valores mínimos







## Economias Desenvolvidas

	Taxa de Inflação			Saldo orçamental/ PIB			Dívida pública/PIB			Necessidades Financ./PIB			Desemprego			Crescimento PIB		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
E.U.A.	1.5	0.5	2.1	-4.6	-3.8	-3.6	99.3	100.3	99.8	-2.4	-2.4	-2.7	6.2	5.4	4.9	2.4	2.7	2.7
Japão	2.6	0.6	0.9	-7.1	-6.2	-5.5	230.3	231.7	232.8	0.5	2.9	3.0	3.6	3.5	3.3	0.0	0.8	1.3
UE	0.6	0.1	1.3	-3.0	-2.6	-2.2	88.4	88.3	87.6	1.6	1.9	1.9	10.2	9.6	9.2	1.3	1.8	1.9
UEM	0.4	0.1	1.3	-2.5	-2.1	-1.7	93.6	93.5	92.4	2.4	3.0	2.8	11.6	11.0	10.4	0.9	1.5	1.7
Alemanha	0.9	0.4	1.6	0.7	0.6	0.6	74.5	71.1	68.2	7.6	8.2	7.6	5.6	5.2	5.0	1.6	1.7	1.9
França	0.6	0.2	1.1	-4.0	-3.8	-3.4	95.4	96.9	97.7	-1.0	-0.4	-0.4	10.2	10.2	10.0	0.3	1.1	1.6
Itália	0.2	0.2	1.0	-3.0	-2.7	-2.2	132.1	133.2	132.2	1.9	2.2	2.4	12.7	12.4	12.1	-0.4	0.7	1.3
Espanha	-0.1	-0.2	1.1	-5.8	-4.6	-3.5	97.7	99.9	85.8	0.7	0.9	0.8	24.7	22.6	20.8	1.3	2.8	2.5
Holanda	0.3	0.3	1.3	-2.4	-1.9	-1.5	68.6	68.4	67.3	10.6	10.3	10.0	7.7	7.3	7.1	1.0	1.9	1.8
Bélgica	0.5	0.4	1.5	-3.2	-2.8	-2.4	106.5	107.2	106.6	1.4	2.3	2.1	8.5	8.4	8.2	1.1	1.3	1.6
Áustria	1.5	0.9	1.7	-2.5	-1.9	-1.8	85.4	87.0	86.1	1.0	1.4	1.7	5.6	5.8	5.7	0.3	0.8	1.6
Finlândia	1.2	0.1	1.1	-3.2	-3.1	-2.8	59.4	62.2	64.2	-1.7	-0.8	-0.6	8.6	9.1	9.0	-0.3	0.4	1.0
Grécia	-1.4	-1.3	0.6	-3.4	-2.9	-2.6	177.2	181.7	184.1	0.5	0.6	1.1	26.5	26.1	25.9	0.7	-0.9	-0.1
Irlanda	0.4	0.2	1.5	-4.0	-2.5	-1.9	109.4	106.2	102.3	4.5	5.3	5.3	11.3	9.6	8.5	5.0	4.6	4.0
Reino Unido	1.5	0.2	1.6	-5.4	-4.2	-2.0	88.9	90.0	90.0	-5.7	-4.8	-4.1	6.2	5.4	5.2	2.9	2.5	2.3
Suécia	0.0	0.3	1.3	-1.9	-1.3	-0.7	43.4	43.5	42.4	6.3	6.4	6.3	7.9	7.7	7.5	2.3	2.8	2.9
Dinamarca	0.5	0.6	1.5	-0.3	-1.9	-2.5	45.1	42.1	42.0	6.4	6.5	6.5	6.5	6.2	6.1	1.1	1.8	2.0
Luxemburgo	0.7	0.5	1.8	0.2	0.0	0.3	24.1	25.6	26.3	5.3	4.8	4.8	6.9	6.7	6.5	4.3	3.4	3.2
Suíça	0.0	-1.0	-0.2	0.5	0.5	0.6	42.2	41.7	40.9	8.5	8.1	8.2	3.5	3.6	3.7	1.9	0.9	1.4
Portugal	-0.2	0.4	1.1	-4.6	-3.1	-2.5	129.8	126.0	123.8	1.3	1.5	2.0	13.9	12.9	12.2	0.9	1.6	1.7

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

## Mercados Emergentes

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

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

## Previsões Económicas BPI - EUA&amp;UEM

	PIB			Taxa de Inflação*		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>EUA</b>	2.4%	2.5%	2.8%	1.6%	0.3%	2.0%
<b>Zona Euro</b>	0.9%	1.4%	1.7%	0.4%	0.2%	1.5%

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

## Previsões Económicas BPI - Portugal

	2014	2015	2016
Consumo privado	2.0	3.0	2.0
Consumo público	-0.7	0.6	0.3
Formação Bruta de Capital	5.2	4.2	3.5
Exportações	3.4	6.0	3.0
Importações	6.2	8.0	2.7
<b>PIB</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>
<b>Déficit Orçamental (PDE)</b>	<b>7.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>
<b>Taxa de inflação média</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>
<b>Taxa média de desemprego</b>	<b>13.9</b>	<b>12.6</b>	<b>12.2</b>

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio

05.Nov.15

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
EUR/USD	1.09	1.08	1.09	1.07	1.07
EUR/USD (Prev. BPI)	-	1.05	1.08	1.10	1.12
USD/JPY	121.41	125.00	122.00	124.00	125.50
USD/JPY (Prev. BPI)	-	123.00	125.00	123.00	123.00
EUR/JPY	131.86	135.00	134.00	133.00	137.00
EUR/JPY (Prev. BPI)	-	132.84	131.25	135.30	137.76
EUR/GBP	0.71	0.70	0.71	0.70	0.70
EUR/GBP (Prev. BPI)	-	0.71	0.70	0.71	0.72
EUR/CHF	1.08	1.07	1.08	1.09	1.10
EUR/CHF (Prev. BPI)	-	1.07	1.07	1.08	1.10

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

## Taxas de Juro

05.Nov.15

	Taxas de Juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de juro 3 M</b>										
EUR	-0.07%	-0.05%	-0.05%	-0.04%	0.03%	-40	-53	-73	-95	-128
EUR (Prev. BPI)	-	-0.08%	-0.10%	-0.15%	-0.10%	-	-43	-50	-100	-110
USD	0.33%	0.48%	0.68%	0.91%	1.31%	-	-	-	-	-
USD (Prev. BPI)	-	0.40%	0.50%	0.75%	1.00%	-	-	-	-	-
JPY	0.08%	0.11%	0.10%	0.10%	0.12%	-25	-37	-58	-81	-119
JPY (Prev. BPI)	-	0.08%	0.08%	0.08%	0.08%	-	-27	-32	-67	-92
GBP	0.58%	0.72%	0.85%	0.99%	1.37%	24	24	17	8	6
GBP (Prev. BPI)	-	0.60%	0.65%	0.75%	1.00%	-	25	25	0	0
CHF	-0.90%	-0.74%	-0.74%	-0.74%	-0.65%	-123	-122	-142	-165	-196
CHF (Prev. BPI)	-	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-0.90%	-	-125	-130	-165	-190
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
POR	2.51%	2.50%	2.60%	2.60%	2.75%	31	20	19	1	-8
POR (Prev. BPI)	-	2.50%	2.60%	2.60%	2.75%	-	25	20	10	-25
ALE	0.57%	0.67%	0.75%	0.88%	1.14%	-163	-163	-166	-171	-169
ALE (Prev. BPI)	-	0.55%	0.70%	0.80%	1.20%	-	-170	-170	-170	-180
EUA	2.21%	2.30%	2.41%	2.59%	2.83%	-	-	-	-	-
EUA (Prev. BPI)	-	2.30%	2.40%	2.50%	3.00%	-	-	-	-	-
JAP	0.32%	0.39%	0.40%	0.46%	0.66%	-189	-191	-201	-213	-217
JAP (Prev. BPI)	-	0.35%	0.35%	0.45%	0.50%	-	-190	-205	-205	-250
RU	1.97%	2.05%	2.19%	2.37%	2.59%	-23	-25	-22	-22	-24
RU (Prev. BPI)	-	1.95%	2.10%	2.40%	2.50%	-	-30	-30	-10	-50
SUI	-0.01%	-0.11%	-0.02%	0.13%	0.44%	-222	-241	-243	-246	-239
SUI (prev. BPI)	-	-0.01%	-0.01%	0.05%	0.15%	-	-226	-241	-245	-285

Fonte: BPI, várias instituições de research.

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

## Taxas Directoras dos Principais Bancos Centrais

	Taxa de referência	Nível em 31-Dez-13	Nível actual 05-Nov-15	Data da última alteração	Data do anúncio da próxima decisão	Previsão BPI
<b>Bancos Centrais G-7</b>						
Reserva Federal dos EUA 1*	<i>Fed Funds Rate</i>	0%-0.25%	0%-0.25%	16-Dez-08 (-75/-100 pb)	16-dez-15	+25 pb
Banco Central Europeu 2*	<i>Minimum Bid Refi Rate</i>	0.25%	0.05%	4-Set-14 (-10 pb)	03-dez-15	S/alteração
Banco do Japão 3*	<i>O/N Call Rate</i>	0.10%	0.07%	5-Out-10 (-5 pb)	19-nov-15	-
Banco do Canadá	<i>O/N Lending Rate</i>	1.00%	0.50%	15-Jul-15 (-25 pb)	02-dez-15	-
Banco de Inglaterra	<i>Repo Rate</i>	0.50%	0.50%	5-Mar-09 (-50 pb)	10-dez-15	S/alteração
<b>Outros Bancos Centrais</b>						
Banco Nacional da Suíça	Libor 3M do CHF	0%-0.25%	-0.75%	15-Jan-2015 (-50 p.b)	15-jan-16	S/alteração
Riksbank (Suécia)	<i>Repo Rate</i>	0.75%	-0.35%	01-07-15 (-10 bp)	15-dez-15	-
Norges Bank (Noruega)	<i>Key Policy Rate</i>	1.50%	0.75%	25-09-15 (-25 pb)	17-dez-15	-
Banco Nacional da Dinamarca	<i>Lending Rate</i>	0.20%	0.05%	20-Jan-15 (-15 pb)	-	-
Reserve Bank (Austrália)	<i>Cash Rate</i>	2.50%	2.00%	5-Mai-15 (-25 pb)	01-dez-15	-
<b>América Latina</b>						
BACEN (Brasil)	<i>Selic</i>	10.00%	1425.00%	2-Set-15 (+50 bp)	25-nov-15	-
BANXICO (México)	<i>O/N Interbank Funding Rate</i>	3.50%	3.00%	06-Jun-14 (-50 pb)	17-dez-15	-
<b>Europa de Leste</b>						
NBP (Polónia)	Taxa de intervenção - 14 dias	2.50%	1.50%	04-Mar-15 (-50 pb)	02-dez-15	-
NBH (Hungria)	Repo Rate - 2 semanas	3.00%	1.35%	21-Jul-15 (-15pb)	17-nov-15	-
CNB (República Checa)	Repo Rate - 2 semanas	0.05%	0.05%	2-Nov-12 (-20 pb)	16-dez-15	-

Fonte: Bloomberg.

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

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

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

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

## PREVISÕES

## Taxas de Câmbio dos Mercados Emergentes

05.Nov.15

	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de câmbio</b>					
USD/BRL	3.83	3.50	4.05	4.05	4.05
USD/MXN	16.50	16.50	16.85	16.80	16.18
USD/ARS	9.38	9.40	11.00	11.60	13.35
EUR/CZK	27.14	27.10	27.10	27.10	27.00
EUR/PLN	4.22	4.18	4.20	4.18	4.06
EUR/HUF	311.23	310.00	311.00	311.00	314.00
USD/RUB	61.83	63.32	67.00	68.00	67.65
USD/CNY	6.36	6.43	6.40	6.50	6.60

Fonte: Média de previsões de várias instituições de research.

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

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

## Taxas de Juro e Spreads dos Mercados Emergentes

05.Nov.15

	Taxas de juro					Spreads equivalentes face às taxas americanas 2)				
	Taxa actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano	Spread actual	...a 1 mês	...a 3 meses	...a 6 meses	...a 1 ano
<b>Taxas de juro de curto-prazo</b>										
BRL	14.25%	14.25%	14.35%	14.20%	13.00%	1392	1377	1367	1329	1169
MXN	3.00%	3.20%	3.45%	3.75%	4.05%	267	272	277	284	274
ARS	12.75%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1242	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CZK	0.29%	0.31%	0.32%	0.32%	0.35%	-4	-17	-36	-59	-96
PLN	1.63%	1.70%	1.61%	1.52%	1.60%	130	122	93	61	29
HUF	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%	1.70%	102	87	67	44	39
RUB	12.00%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	1167	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
CNY	4.60%	4.35%	4.25%	4.20%	4.20%	427	387	357	329	289
<b>Taxas de juro 10 A</b>										
BRL	5.69%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	409	-	-	-	-
MXN	5.88%	6.12%	6.23%	6.36%	6.51%	218	-	-	-	-
ARS	8.06%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	581	-	-	-	-
CZK	0.56%	1.14%	1.26%	1.38%	1.63%	-3	-	-	-	-
PLN	2.64%	2.83%	2.96%	2.97%	3.07%	206	-	-	-	-
HUF	3.13%	2.44%	2.95%	3.20%	4.03%	255	-	-	-	-
RUB	9.16%	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	267	-	-	-	-
CNY	3.21%	3.29%	3.30%	3.32%	3.32%	263	-	-	-	-

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, PLZ, 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.

## BREVES NOTAS SOBRE A RECENTE VISITA A ANGOLA

No âmbito do acompanhamento da economia angolana, o BPI esteve recentemente numa visita a Angola para abordar com as autoridades oficiais e outros agentes do sector privado questões relacionadas com a actual situação económica e social do país. Neste contexto, apresentamos um breve comentário sobre as questões que consideramos mais relevantes, nomeadamente sobre a actual resposta à crise e sobre as nossas perspectivas de futuro, incluindo os principais desafios e oportunidades.

A forte dependência da economia angolana da actividade petrolífera, continua a deixar o país consideravelmente exposto às crises externas deste sector. A crise de 2008-2009 terá sido o primeiro alerta para os riscos desta forte dependência, ainda que o ajustamento tenha sido bem conseguido, suportado pela rápida recuperação dos preços do petróleo. Mas desta vez a adaptação ao novo contexto está a ser mais lenta, face à permanência dos preços em baixa por um período mais longo, ainda que os fundamentos macroeconómicos sejam agora mais fortes comparativamente à crise anterior, e que a resposta das autoridades tenha sido mais célere relativamente à anterior crise, calibrando a política monetária, cambial e orçamental de forma adequada e atempada.

Perante esta nova realidade, as autoridades locais estão conscientes de que os mecanismos de ajustamento terão que continuar até que se encontre uma nova posição de equilíbrio. No curto prazo, o principal desafio será o de gerir a política de desvalorização cambial sem que os efeitos sobre as expectativas ou sobre a taxa de inflação sejam demasiado penalizadores, e o de ajustar a procura interna para diminuir a pressão sobre o câmbio, num contexto em que ainda é difícil substituir importações por produção local. Neste sentido é de salientar a importância do elevado montante de reservas internacionais acumulado nos anos anteriores, que tem permitido ao BNA gerir a desvalorização cambial de forma gradual e ordenada. Em termos de finanças públicas, o ajustamento orçamental já foi feito com a introdução do Orçamento de Estado Rectificativo 2015, com continuidade no OE 2016, mas o ajustamento para uma nova dimensão dos gastos públicos deverá ter implicações em múltiplos sectores de actividade. Em particular, o Plano Nacional de Desenvolvimento foi elaborado quando os preços do petróleo rondavam os USD100 e portanto estes investimentos, extremamente importantes para o desenvolvimento da economia, devem ter que ser ajustados à nova realidade. De realçar contudo, que as autoridades pretendem dar prioridade aos projectos relacionados com o sector da energia e água (nomeadamente a construção de barragens), que consideram fundamentais para aumentar a capacidade de produção energética e assim estimular e diversificação económica.

Apesar das implicações negativas que este ajustamento possa ter no imediato, consideramos que esta situação poderá funcionar como um estímulo para o país enveredar por um percurso que aposte mais no desenvolvimento de outros sectores de actividade, diminuindo a sua vulnerabilidade a choques externos do sector petrolífero. Para além disso, a elevada riqueza em recursos naturais e o forte crescimento populacional continuam a suportar o potencial significativo da economia angolana. Mas os desafios que se colocam ainda são diversos, a começar pela necessidade de adoptarem políticas mais inclusivas de forma a diminuir as disparidades de rendimento que são prejudiciais ao crescimento económico. Apesar dos actuais constrangimentos, muito pode ser feito no âmbito das reformas estruturais que impulsionam o potencial de competitividade da economia, e que não requerem necessariamente um maior apoio fiscal. Nomeadamente, no que diz respeito ao alargamento da base fiscal não-petrolífera, e melhoria do ambiente de negócios, reduzindo os custos elevados de burocracias, licenciamentos, e outros factores que afectam a produtividade económica. A aprovação da nova lei do investimento privado ou a recente reforma da Administração Geral Tributária constituem passos importantes neste sentido, mas ainda está muito por fazer neste campo de acção. Evidência disso foram os resultados do *Doing Business* divulgados recentemente, que ainda colocam Angola numa posição bastante desfavorável no contexto da África Subsariana (Angola ocupa a posição 181 num *ranking* de 189 países). Acresce referir, que deve ser dada particular atenção às áreas da educação e saúde, uma vez que a falta de uma força de trabalho qualificada continua a apresentar-se como um dos principais factores que atrasa o processo de desenvolvimento e que levará algum tempo a ser colmatada.

**O crescimento da economia ainda que reduzido deverá ser positivo em 2015, face ao aumento da produção petrolífera, mas o PIB em termos nominais apresenta uma quebra significativa.**

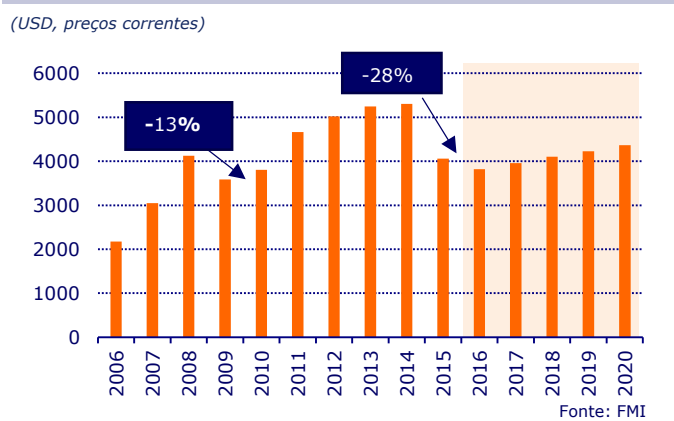
A taxa de crescimento do PIB tem desacelerado nos últimos 5 anos, comparativamente a taxas de crescimento históricas de dois dígitos nos anos que se seguiram ao final do conflito armado (2002). De acordo com o Ministério do Planeamento o crescimento económico deverá ter desacelerado para 4.8% em 2014, um dado que reflecte uma desaceleração do crescimento no sector não petrolífero (+8.2%) e uma contracção no sector petrolífero (-2.6%). Entretanto, espera-se que a actividade económica volte a desacelerar em 2015, na sequência da queda dos preços do petróleo nos mercados internacionais. No início do ano, as autoridades antecipavam uma aceleração do crescimento para 6.6% em 2015 (conforme o relatório do Orçamento de Estado rectificativo de 2015), mas face aos desenvolvimentos recentes, as previsões do Governo foram revistas em baixa, antecipando-se uma taxa de crescimento de cerca de 4% (de acordo com o discurso do Vice Presidente na abertura da sessão legislativa). Por um lado, o sector petrolífero tem aumentado a produção, e portanto deverá crescer 7.8%, mas o sector não petrolífero deverá crescer apenas 2.4%, face aos ajustamentos em curso. Note-se que a capacidade de apresentar uma variação positiva do PIB em termos reais resulta do facto de a produção petrolífera ter aumentado este ano, uma especificidade particular do peso da indústria petrolífera no país. Contudo, considera-se que o nível de crescimento real da chamada "nova economia" é muito reduzido, principalmente se considerarmos que a população cresce a um ritmo

**OPINIÃO**

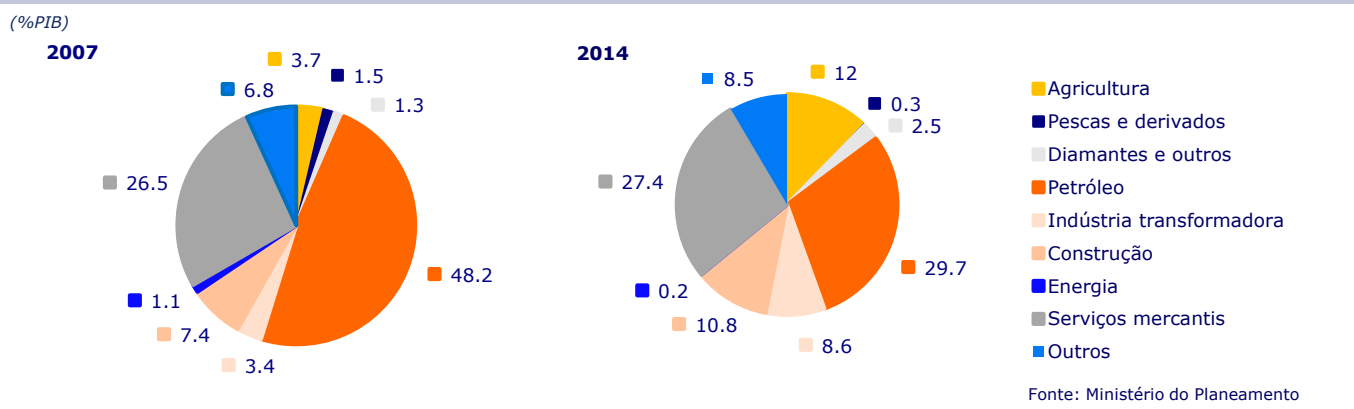
de 3% ao ano. De facto, em termos do PIB nominal per capita em USD, a queda do PIB revela-se bastante significativa, cerca de -28% (mais do dobro do recuo verificado na crise de 2008, de -13%), de acordo com os dados do último *World Economic Outlook*. De acordo com a informação mais recente relativa ao Orçamento de Estado para 2016, o governo prevê que o crescimento económico desacelere para 3.3% em 2016, considerando um crescimento do sector do petróleo de 4.8%, o que, de acordo com os nossos cálculos pressupõe um crescimento de 1.9% do sector não petrolífero.

De facto, o sector dos hidrocarbonetos continua a desempenhar um papel fundamental na economia angolana, ainda que haja sinais claros de diversificação da actividade económica (o peso do sector petrolífero na economia diminuiu de 48% em 2007 para 30% em 2014, de acordo com as estimativas do Ministério do Planeamento). No médio prazo, acreditamos que Angola deverá passar por um período de crescimento moderado, com a actividade económica a acelerar gradualmente, para um patamar em torno dos 5%, assumindo que as medidas de política económica continuarão a ser as adequadas em resposta à actual crise e que o processo de diversificação económica prossegue a bom ritmo depois do ajustamento em curso.

**PIB per capita em USD**



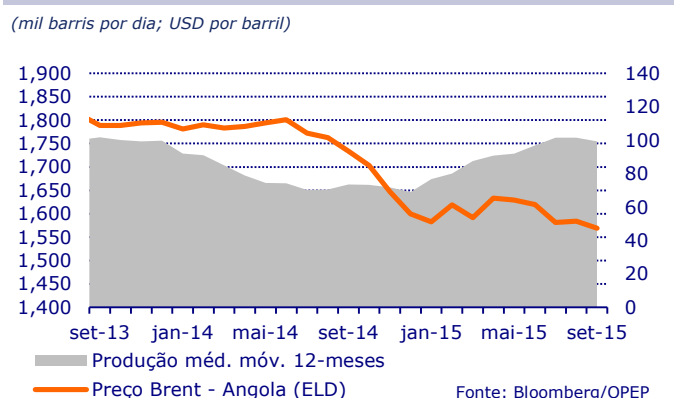
**Estrutura da Economia**



**A posição externa deteriorou-se face aos desenvolvimentos no sector petrolífero, mas o montante elevado de reservas internacionais acumuladas nos últimos anos, tem permitido gerir a política cambial de uma forma moderada.**

Angola é o segundo maior produtor de petróleo em África (atrás da Nigéria), sendo que esta matéria-prima representa cerca de 97% das exportações de bens (dados de 2014). A exploração desta commodity permitiu ao país manter uma posição externa confortável nos últimos anos. No entanto, a recente queda dos preços levou a uma deterioração do excedente comercial, que em 2014, se situou em 24% do PIB, inferior ao observado no ano anterior (34% do PIB), enquanto o saldo da balança corrente entrou em terreno negativo pela primeira vez desde 2009 (-2.9% em 2014 vs +6.7% do PIB em 2013). Entretanto, as economias emergentes têm-se tornado os principais parceiros comerciais de Angola, em particular a China, Índia e Brasil, enquanto o comércio com os EUA tem perdido relevância. A China constitui-se, actualmente, como o principal destino das exportações angolanas (49% do total exportado em 2014), e começa a destacar-se como um dos principais fornecedores das importações de Angola.

**Produção petrolífera**

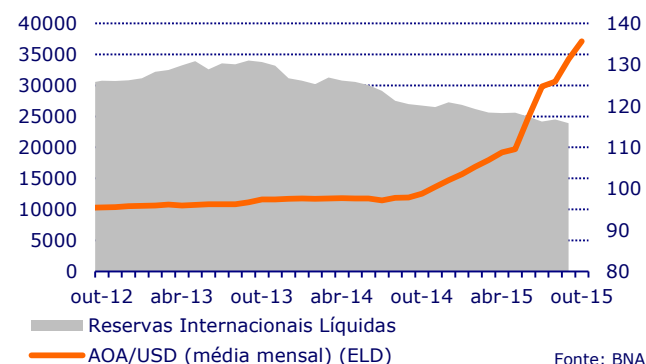


Tendo em conta os fluxos externos favoráveis, Angola acumulou um montante substancial de reservas internacionais nos últimos anos, que atingiram um máximo de USD 34 mil milhões em 2013, o equivalente a 7 meses de importações de bens e de serviços. No entanto, desde o último ano que esta tendência se tem revertido, com as reservas internacionais líquidas a

caírem para USD 24.5 mil milhões em Agosto de 2015, sendo que USD 5 mil milhões foram transferidos para a capitalização do Fundo Soberano de Angola. Ainda assim, perante a queda de entrada de divisas internacionais, considera-se que a política de desvalorização cambial, assim como as medidas restritivas de importação de bens e serviços, têm permitido manter este montante num patamar razoável, que ainda equivale a cerca de 7.2 meses de importações de acordo com os nossos cálculos, assumindo uma quebra de 25% das importações. Recordar-se que a política cambial do BNA tinha como objectivo manter o nível das reservas internacionais num patamar não inferior a aproximadamente 6 meses de importações.

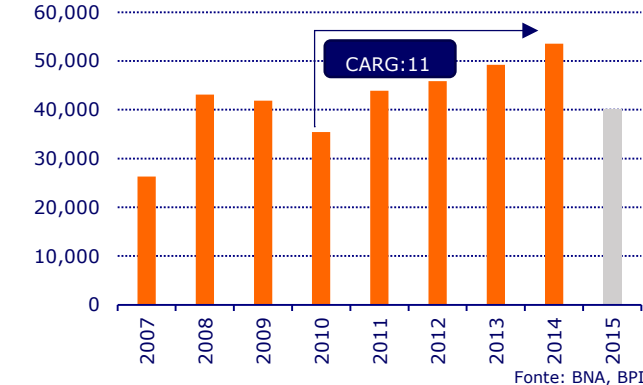
### Reservas Internacionais e taxa de câmbio

(milhões de USD; AOA/USD)



### Importações de Bens e Serviços: preços correntes, em USD

(Milhões USD)



### Finanças Públicas condicionadas pela queda do preço do petróleo ocasionam um aumento da dívida externa.

De acordo com os dados preliminares da execução fiscal de 2014, o défice público atingiu 3.1% do PIB, seguindo-se a um excedente orçamental médio de 5.7% do PIB nos 3 anos anteriores. Entretanto, o Governo teve que ajustar substancialmente a política fiscal face ao impacto da queda dos preços do petróleo nas receitas fiscais, tendo para isso apresentado no início deste ano um Orçamento de Estado Rectificativo, onde se estimava um agravamento do défice para 7% do PIB. De forma a acompanhar a redução da receita fiscal petrolífera, o OER previa um corte muito significativo do lado da despesa pública (estimando-se uma diminuição para cerca de 30% do PIB, comparativamente a cerca de 40% do PIB no ano anterior).

Contudo, de acordo com a informação disponível até ao momento, a média do preço do petróleo para os primeiros 9 meses do ano foi superior ao pressuposto considerado no OGER 2015, de USD 40 (média de USD 56.6 entre Janeiro e Setembro), e como tal a receita total do ano poderá exceder o inicialmente orçamentado. Do lado da despesa, a informação de que dispomos, é de que houve uma grande dificuldade de execução durante a primeira metade do ano, em parte face à diminuição das receitas e à necessidade de alocar a receita obtida para as despesas prioritárias (pagamentos de juros e salários), tendo ficado adiadas outro tipo de despesas. Entretanto, a abertura de um espaço fiscal de cerca de 600 mil milhões de kwanzas, na sequência de um acordo com a China, deverá potenciar um crescimento da despesa na segunda metade do ano. Ainda assim é bastante provável que o défice de 2015 não atinja o patamar inicialmente previsto (de acordo com as estimativas do FMI deverá mesmo quedar-se pelos -3.5% do PIB). Relativamente ao Orçamento de Estado para 2016, espera-se que a política fiscal seja bastante idêntica à de 2015, prevendo-se um défice de 5.5% do PIB, assumindo um preço médio do petróleo de USD 45.

Efectivamente, a perspectiva de médio prazo para a política orçamental deverá manter-se desafiante, uma vez que a manutenção dos preços do petróleo em níveis baixos deverá requerer um corte estrutural do lado da despesa pública, que terá um impacto negativo sobre as despesas de investimento. Neste contexto, é necessário que as escolhas dos projectos a priorizar sejam criteriosas, de forma a garantir que os investimentos tenham repercussões económicas positivas. Neste âmbito, as autoridades deixaram indicação que a prioridade tem sido atribuída aos projectos nos sectores da energia e água, importantes para diminuir a dependência energética, potencializando os recursos naturais de que dispõe.

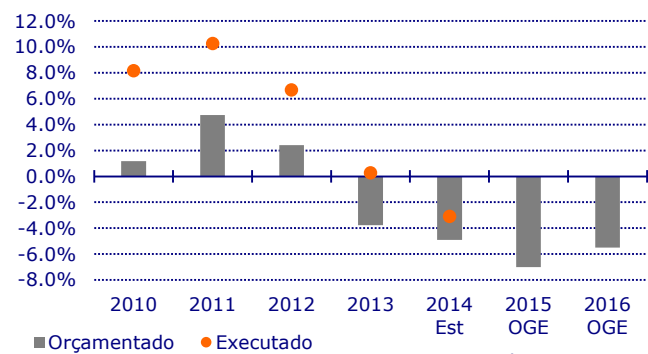
O elevado défice fiscal tem resultado num incremento do rácio da dívida pública em percentagem do PIB, que de acordo com as declarações oficiais, situa-se actualmente em 45.8% do PIB. Contudo, se considerarmos também a dívida das empresas públicas Sonangol e TAAG, o rácio da dívida sobre o PIB ascendia a 42% em 2014, e deverá subir para 57.4% do PIB em 2015, valôr em linha com as projecções do FMI. Para já, o Governo tem recorrido essencialmente a empréstimos bilaterais (essencialmente da China cujos créditos ascendem a USD 6 mil milhões – não sendo claro se este montante está considerado nos rácios acima indicados -, mas também do Japão) e multilaterais (através do Banco Mundial e do Banco Africano de Desenvolvimento). Entretanto, o governo avançou com a emissão de dívida em Eurobonds a 10 anos, num total de USD 1.5 mil milhões, a uma taxa de 9.5%. Desta forma, alerta-se para a trajectória ascendente da dívida pública, e para o crescente peso do financiamento em moeda externa, apesar de os riscos do endividamento em moeda estrangeira no caso de Angola serem relativamente mais moderados, já que a principal fonte de receitas, o petróleo, é denominada em USD. Para

**OPINIÃO**

além disso, destaca-se a constituição do Fundo Soberano de Angola, num montante de USD 5 mil milhões, cujo objectivo é salvaguardar as receitas provenientes da indústria petrolífera, de maneira a suportar o desenvolvimento social e económico.

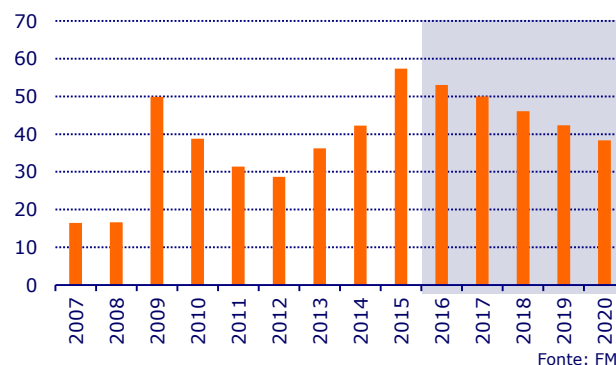
**Saldo Orçamental**

(% do PIB)



**Dívida Pública (FMI)**

(% do PIB)



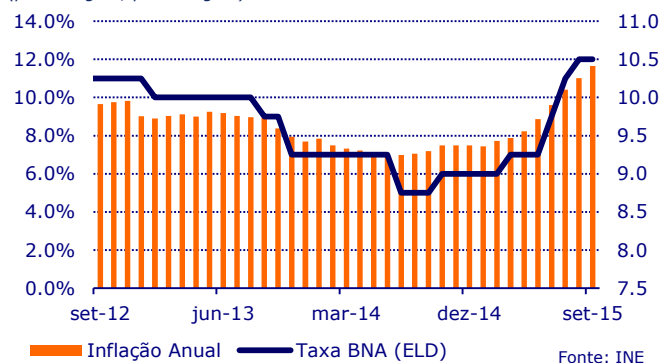
**A resposta das autoridades monetárias à presente crise (desvalorização cambial e aperto da política monetária) foi bem conseguida na estratégia de contenção da redução das reservas internacionais, apesar dos efeitos na taxa de inflação ainda não estarem controlados.**

Num contexto de queda dos preços do petróleo nos mercados internacionais e de uma queda da oferta de moeda estrangeira na economia doméstica, o Banco Nacional de Angola (BNA) tem procedido a desvalorizações graduais da moeda doméstica (tendo registado uma depreciação acumulada de cerca de 30% desde o início de 2015), o que tem pressionado a taxa de inflação em sentido ascendente.

A taxa de inflação anual tinha caído consideravelmente durante os últimos anos, de níveis de dois dígitos em 2012 para um valor mínimo de 6.89% em Junho de 2014, suportada por uma taxa de câmbio estável e por uma política monetária adequada. No entanto, face ao actual contexto, a taxa de inflação voltou a seguir uma trajectória ascendente, essencialmente em resultado da depreciação da moeda nacional contra o dólar norte-americano, mas também resultado de outras medidas (em particular a introdução de uma nova pauta aduaneira em meados de 2014 e o corte dos subsídios aos combustíveis que resultou num aumento dos preços significativo). A taxa de inflação anual de Luanda (que serve de referência à política monetária) aumentou de 7.4% y/y no início do ano para 11.7% y/y em Setembro, voltando a registar um valor de dois dígitos, algo que não era observado desde Julho de 2012. De acordo com as nossas estimativas, a taxa de inflação poderá acelerar ainda mais nos próximos meses, face aos efeitos desfasados da depreciação e à entrada em vigor de um novo Imposto sobre o Consumo, sendo expectável que possa chegar aos 15% até ao final do ano. O orçamento de Estado para 2016 prevê que a taxa de inflação se mantenha em 11-13%, mas este cenário poderá revelar-se um pouco optimista.

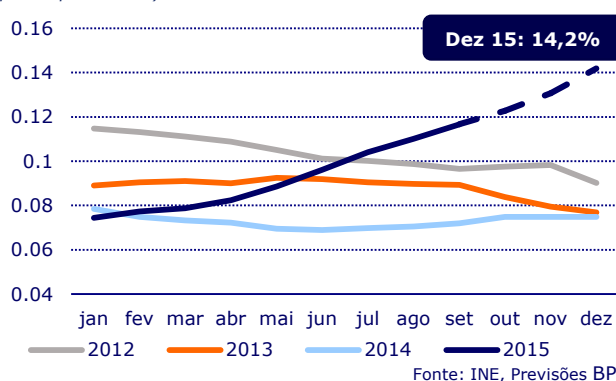
**Taxa de Inflação**

(percentagem; percentagem)



**Taxa de Inflação: variação homóloga**

(pontos percentuais)



Confrontado com as pressões inflacionistas e desvalorização do kwanza, o BNA decidiu restringir a política monetária, que resultou num aumento da taxa de juro de referência (taxa BNA) em 1.5 pontos percentuais desde o início de 2015, para um máximo de 10.5%. Além disso, o banco central introduziu outras medidas para limitar o crescimento do crédito e



controlar o aumento dos preços, medidas que incluíram um aumento da taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez para 12.5%, e dois aumentos do coeficiente de reservas obrigatórias para 20% em Fevereiro e para 25% em Junho (situava-se em 15% desde Novembro de 2014). Deve-se realçar o facto de o Banco Central ter respondido a esta crise mais cedo comparativamente à crise de 2008, em que optou por uma desvalorização mais tardia. Efectivamente, a opção de desvalorização constitui um amortecedor ao choque externo que resulta da queda expressiva dos preços do petróleo. Contudo, a elevada divergência entre as taxas de câmbio oficiais e as taxas de câmbio no mercado informal sugere que ainda não foram resolvidos plenamente os problemas de liquidez no mercado cambial, sendo também reflexo das expectativas de desvalorização e dos controlos cambiais.

### Principais riscos e perspectivas

Apesar dos esforços de diversificação, a economia angolana continua vulnerável aos desenvolvimentos no sector petrolífero. Neste sentido, a persistência de baixos preços do petróleo nos mercados internacionais figura como o principal risco negativo. Este cenário parece razoável no ambiente actual, já que a oferta de petróleo dos países não pertencentes à OPEP continua robusta, e a procura mundial da matéria-prima deverá manter-se débil, devido à actual desaceleração económica na China. Para além disso, as limitações actuais ao nível fiscal deverão ter impacto no plano da despesa pública, o que deverá afectar outros sectores da economia. Mais uma vez, Angola encontra-se numa situação que espelha claramente a urgente necessidade de acelerar o processo de diversificação da actividade económica. Pela positiva, destacamos o facto dos fundamentos macroeconómicos serem, actualmente, mais sólidos do que no período a seguir à crise de 2008-09. Em particular, realçamos o montante significativo de reservas internacionais acumulado. Ao mesmo tempo, destacamos a resposta imediata por parte das autoridades angolanas em resposta à recente queda dos preços do petróleo, nomeadamente através das hipóteses conservadoras que inclui no planeamento orçamental relativamente ao preço do petróleo (40USD/barril no OGER15 e 45 USD/barril no OGE16), da desvalorização gradual da moeda local e imposição de medidas de ajustamento interno.

### Cenário Macroeconómico

(em % do PIB, a não ser que outra medida seja indicada)

	2004-08	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tx. de crescimento real do PIB (%)	17.3	2.4	3.4	3.9	5.2	6.8	4.8	3.5	3.5
Tx. de crescimento real do PIB não-petrolífero	17.6	8.1	7.6	9.5	5.5	10.9	8.2	2.1	3.4
Tx. de crescimento real do PIB per capita (%)	13.8	-0.6	0.4	0.9	2.1	3.7	1.7	0.5	0.5
Tx. de inflação média (% variação)	20.9	13.7	14.5	13.5	10.3	8.8	7.3	10.3	14.2
Investimento	12.6	15.2	14.4	12.9	14.9	14.8	15.0	10.4	11.3
Poupança nacional bruta	27.3	5.2	23.5	25.5	26.9	21.5	13.5	2.8	5.8
Saldo Fiscal	4.6	-7.4	3.4	8.7	4.6	-0.3	-6.4	-3.5	-1.4
Receitas Fiscais (excl. doações)	45.5	34.5	43.5	48.8	45.9	40.4	34.6	27.4	27.6
Despesas Fiscais	41.1	41.9	40.0	40.2	41.3	40.8	41.1	30.9	29.0
Dívida Pública Bruta	28.2	49.9	38.8	31.4	28.7	36.2	42.2	57.4	53.0
Agregado Monetário Amplo	21.9	42.5	35.3	37.6	35.0	36.7	40.3	46.7	45.6
Agregado Monetário Amplo (% variação)	64.7	21.5	5.3	37.1	4.9	14.1	16.5	11.5	16.9
Crédito ao Sector Privado	8.5	21.5	20.2	20.2	22.3	23.5	22.4	-	-
Crédito ao Sector Privado (% variação)	71.9	60.5	19.2	28.8	24.2	15.0	1.1	-	-
Exportações de bens e de serviços	77.3	54.9	62.4	65.4	62.3	56.0	46.8	37.6	40.1
Importações de bens e de serviços	48.3	55.4	42.9	42.2	39.7	39.6	39.9	38.1	38.0
Saldo da Balança Comercial	50.4	24.1	41.1	45.2	41.1	33.7	23.6	15.7	17.5
Saldo da Balança Corrente	14.7	-10.0	9.1	12.6	12.0	6.7	-1.5	-7.6	-5.6
Investimento Directo Estrangeiro	-0.6	2.9	-5.5	-4.9	-8.4	-10.6	-5.8	1.8	2.0
Tx. de câmbio real efectiva (média anual, índice 2000=100)	179.2	249.4	235.1	242.6	268.4	285.6	297.7	-	-
Tx. de câmbio nominal efectiva (média anual, índice 2000=100)	8.8	9.2	7.7	7.3	7.5	7.5	7.4	-	-
Dívida Externa a Credores Oficiais	28.2	20.2	20.6	19.5	18.8	23.7	25.5	38.3	36.4
Termos de troca (Índice, 2000 = 100)	130.7	119.1	142.0	176.2	186.5	183.3	168.4	100.6	101.3
Reservas (em meses de importações de bens e serviços)	3.1	4.4	5.0	7.1	7.7	7.4	8.4	6.7	5.6

Fonte: FMI (WEO Outubro 2015)



## **BASES DE DADOS**

### **INDICADORES ESTRUTURAIS**

Endividamento do Sector Privado

### **Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos esperados em Novembro e Dezembro de 2015**

### **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*

<b>Endividamento do Sector Privado</b>						
	<b>2000</b>	<b>2008</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>Variação 2008 a 2013</b>	<b>Variação 2000 a 2013</b>
<b>Valores consolidados</b>						
Luxemburgo	-	391.4	356.2	-	-35.2	n.a.
Chipre	306.3	285.2	344.8	-	59.6	38.5
Irlanda	-	237.4	270.3	-	32.9	n.a.
Holanda	206.2	217.3	229.7	-	12.4	23.5
Dinamarca	158.1	222.8	224.1	-	1.3	66.0
<b>Portugal</b>	<b>137.1</b>	<b>196.2</b>	<b>202.6</b>	<b>189.0</b>	<b>6.4</b>	<b>65.5</b>
Suécia	141.7	200.1	200.1	203.4	0.0	58.4
Bélgica	114.2	162.9	175.8	185.7	12.9	n.a.
Espanha	102.9	196.6	172.2	-	-24.4	69.3
Reino Unido	138.5	186.1	164.4	158.1	-21.7	25.9
Finlândia	91.9	131.3	146.2	-	14.9	54.3
Malta	-	158.6	142.6	-	-16.0	n.a.
França	99.0	122.2	137.3	-	15.1	n.a.
Grécia	53.1	113.5	135.6	-	22.1	82.5
Bulgária	26.4	134.2	134.8	-	0.6	108.4
Áustria	121.7	127.5	126.9	126.2	-0.6	5.2
Croácia	-	111.0	119.5	-	8.5	n.a.
Itália	75.8	113.7	119.5	-	5.8	43.7
Estônia	54.0	136.7	119.4	-	-17.3	n.a.
Alemanha	123.0	109.3	103.5	-	-5.8	-19.5
Eslovenia	-	105.6	101.5	91.9	-4.1	n.a.
Hungria	56.2	106.0	95.8	91.7	-10.2	39.6
Letónia	-	104.3	90.9	-	-13.4	n.a.
Polónia	-	67.7	74.8	-	7.1	n.a.
Eslováquia	47.2	65.8	74.8	-	9.0	27.6
República Checa	57.0	63.7	73.7	-	10.0	16.7
Romênia	26.6	65.5	66.6	-	1.1	40.0
Lituânia	-	76.7	56.4	-	-20.3	n.a.
<b>Valores não consolidados</b>						
Estados Unidos	180.8	212.3	196.5	-	-15.8	15.7

Fonte: Eurostat, OCDE.

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

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

**Calendário de Acontecimentos Políticos e Económicos Esperados em Novembro e Dezembro de 2015\*****Novembro**

Reino Unido	5	Reunião de política monetária do Banco de Inglaterra
Reino Unido	5	Publicação do relatório de inflação pelo Banco de Inglaterra
CE	5	Publicação das previsões de Outono
Zona Euro	9	Reunião de Min. Finanças da ZE
Zona Euro	12	Discurso de Mario Draghi em Londres
Portugal	13	Publicação do <i>Rating</i> pela DBRS
Portugal	18	Banco de Portugal publica relatório de estabilidade financeira
Japão	24	Acta da reunião de política monetária de 30 de Outubro

**Dezembro**

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

*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

	2015																	
	2014			2015														
	2013	2014	2014	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ag.	Sep.	Out.	Nov.	
<b>Contas Nacionais (Base 2010)</b>																		
PIB	-1.6%	0.9%	-	-	-	0.6%	-	-	1.5%	-	-	1.5%	-	-	-	-	-	-
Consumo privado	-1.5%	2.2%	-	-	-	2.0%	-	-	2.5%	-	-	3.4%	-	-	-	-	-	-
Consumo público	-2.4%	-0.3%	-	-	-	-1.0%	-	-	-0.4%	-	-	0.5%	-	-	-	-	-	-
Investimento	-6.7%	5.3%	-	-	-	3.5%	-	-	1.7%	-	-	7.0%	-	-	-	-	-	-
Exportações	6.4%	3.3%	-	-	-	4.9%	-	-	6.6%	-	-	7.8%	-	-	-	-	-	-
Importações	3.9%	6.4%	-	-	-	7.4%	-	-	7.1%	-	-	12.3%	-	-	-	-	-	-
<b>Preços e salários</b>																		
Taxa de inflação média (%)	0.3	-0.3	-	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.1	0	0.1	0.2	0.3	-	-	-
Taxa de inflação homóloga (%)	0.2	-0.36	-	0.02	-0.36	-0.39	-0.21	0.31	0.40	0.40	0.95	0.80	0.77	0.66	0.88	-	-	-
Taxa de inflação harmonizada (%)	0.2	-0.3	-	0.1	-0.3	-0.4	-0.1	0.4	0.5	0.5	1	0.8	0.7	0.7	0.9	-	-	-
Inflação de bens (taxa harmonizada)	0	-1.3	-	-0.7	-1.3	-1.4	-1	-0.6	-0.1	-0.6	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3	-	-	-
Inflação de serviços (taxa harmonizada)	0.4	1.1	-	1.1	1.1	1	1.2	1.8	1.2	1.2	1.4	1.2	1.2	1.4	1.8	-	-	-
Var. de salários sector privado (tvh; %)(1), (2)	-0.1	0.3	0.4	0.2	0.3	0.8	-	-	0.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Nível de actividade</b>																		
Indicador coincidente do Bdp (tvh)	-3.3	-1.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	0.3	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	-	-	-
Índice de produção industrial (tvh)	4.8	-1.3	-	-	-1.3	-1.2	-1.7	3.8	-0.1	-0.1	3.5	3.2	3.3	1.2	3.8	-	-	-
Índice de confiança na indústria	-7.4	-5.1	-	-	-5.1	-5.3	-4.7	-3.6	-2.3	-3	-1.4	-1.4	-3.5	-4.5	-4.8	-3.7	-	-
Índice de confiança dos consumidores	-35.8	-21.6	-	-	-21.6	-19.7	-20	-17.4	-20.1	-19.6	-19.6	-18.6	-19	-18.7	-16.9	-17.8	-	-
Índice de confiança no sector da construção	-48.5	-43	-	-	-43	-37.9	-40.8	-38.2	-37.6	-37.2	-39.4	-39.4	-39	-37.5	-39.2	-38.6	-	-
Índice de confiança no comércio a retalho	0.7	1.1	-	-	1.1	-0.4	0.1	0.4	1.2	1.2	1.7	5.5	3.5	2	0.5	1	-	-
Vendas a retalho (tvh)	0.3	2.7	-	-	-0.9	2.7	3.1	3.3	1.8	3.6	1.9	2.9	1.7	1	1.4	-	-	-
Vendas de automóveis (tvh)	35.8	37.9	-	32.6	37.9	28	35.6	41.8	21.9	21.9	33.1	33.9	9.7	21.9	30.1	-	-	-
Vendas de cimento (tvh)	-22.8	3.3	-3.7	-19.4	1.1	8.0	12.4	14.6	13.0	13.0	-3.1	3.3	2.3	5.1	6.0	-	-	-
Dormidas no sector da hotelaria (tvh)	5.2	9.3	13.9	11.4	13.9	11.9	11.4	10.6	0.6	5.8	7.0	7.0	6.7	-	-	-	-	-
Taxa de desemprego (%)	15.3	13.5	-	-	13.5	-	-	13.7	-	-	-	11.9	-	-	11.9	-	-	-
<b>Exterior</b>																		
Balança corrente (ytd; M.E.)	2382.2	953.2	1406.2	1153.6	953.2	84.6	-102.1	-181.3	-536.7	-1051.6	-850.5	103.3	842.0	-	-	-	-	-
Bens e serviços (ytd; M.E.)	-9639.6	-10780.1	-8906.2	-9725.1	-10780.1	-633.4	-1140.4	-2047.8	-3032.5	-4133.7	-4977.1	-5683.5	-6559.4	-	-	-	-	-
Exportações mercadorias (tvh)	5.7	1.9	1.8	1.5	1.7	-3.4	0.3	4.1	5.5	5.1	5.8	5.6	5.4	-	-	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	4.3	4.4	3.9	4.1	0.1	1.2	4.0	4.4	3.7	5.0	5.1	5.2	-	-	-	-	-
Importações mercadorias (tvh)	-5.2	3.2	3.6	3.5	3.4	-10.0	-6.9	-0.6	3.2	3.9	4.4	3.6	3.4	-	-	-	-	-
Excluindo Combustíveis (tvh)	-	6.0	7.1	6.9	6.2	-1.1	2.6	5.7	7.4	7.3	8.6	8.1	7.9	-	-	-	-	-
Balança financeira (M.E.- ytd)	4,706.9	3,775.2	-	-	-	737.5	561.6	398.8	375.1	205.3	625.6	1,508.6	2,621.5	-	-	-	-	-
Investimento directo em Port. (M.E.- ytd)	7,522.2	8,378.4	-	-	-	290.3	1,242.4	294.9	-2,319.8	-1,731.2	-216.0	-704.6	87.9	-	-	-	-	-
Invest. directo de Port. no exterior (M.E.- ytd)	5,772.5	6,763.2	-	-	-	-0.5	839.1	-373.4	-2,472.2	-2,237.9	-1,308.3	-562.2	-514.7	-	-	-	-	-
Outro investimento em Portugal (M.E.- ytd) (3)	-14,399.2	-2,143.0	-	-	-	-7,315.7	-10,468.6	-7,104.0	-4,864.6	-6,215.0	-2,612.5	-4,344.2	-6,793.7	-	-	-	-	-
Outro invest. de Portugal no ext. (M.E.- ytd) (3)	-11,219.2	6,288.0	-	-	-	-2,097.3	-4,324.6	-2,606.1	-3,717.6	-3,112.7	-1,954.3	-2,456.4	-4,321.9	-	-	-	-	-
<b>Finanças públicas</b>																		
Financ. das administrações públicas (ytd; M.E.)	6,156.0	7,262.0	12,264.0	12,367.0	13,282.0	609.0	275.0	1,109.0	1,197.0	1,031.0	3,560.0	5,731.0	4,474.0	-	-	-	-	-

Fontes: Dados compilados pelo BPI a partir de publicações do Banco de Portugal e INE  
 Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2013 e 2014.

(1) tvh - taxa de variação homóloga

(2) Índice 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

	2015															
	2012	2013	2014	2014			2015						Out.			
				Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Feb.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.
<b>Matérias Primas</b>																
Preço do petróleo (USD/Barril Brent)	111.94	110.82	106.98	84.8	68.99	55.76	50.77	61.81	53.34	64.86	63.89	61.36	50.57	51.28	47.13	47.62
Índice preços de matérias primas - USD (t.v.h.)	-0.2	-11.2	-4.9	-7.6	-4.9	-6.6	-1.9	-14.1	-17.5	-19.4	-17	-16.6	-17.1	-21.3	-16.7	-16.9
<b>Custos laborais</b>																
EUA	5.6	-1.3	3.4	-	-	2.8	-	-	1.2	-	-	1.6	-	-	2.0	-
Zona Euro	2.0	1.3	0.7	-	-	1.3	-	-	1.9	-	-	1.6	-	-	-	-
Japão	-2.1	0.2	0.3	-0.1	-0.2	0.9	0.6	0.1	0	0.7	0.7	-2.5	0.9	0.4	-	-
<b>Taxas de juro de curto prazo</b>																
EUA	0.31	0.25	0.23	0.23	0.23	0.26	0.25	0.26	0.27	0.28	0.28	0.28	0.31	0.33	0.33	0.33
Zona Euro	0.13	0.27	0.28	0.06	0.06	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japão	0.18	0.15	0.14	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08
<b>Taxas de juro de longo prazo</b>																
EUA	1.76	3.03	2.72	2.34	2.16	2.17	1.64	1.99	1.92	2.03	2.12	2.35	2.18	2.22	2.04	2.14
Alemanha	1.32	1.93	1.57	0.84	0.70	0.54	0.30	0.33	0.18	0.37	0.49	0.76	0.64	0.80	0.59	0.52
Japão	0.79	0.74	0.64	0.46	0.42	0.33	0.28	0.34	0.41	0.34	0.39	0.47	0.42	0.38	0.36	0.31
<b>Taxas de câmbio efetivas</b>																
EUA (+ valorização;-depreciação)	-1.4	2.8	2.3	5.2	6.0	8.4	9.6	10.9	12.9	12.2	11.7	12.4	14.7	15.9	15.1	12.5
Zona Euro	-0.4	4.8	5.4	-3.7	-3.6	-5.2	-9.3	-11.0	-13.7	-12.3	-11.6	-10.6	-10.3	-7.1	-4.7	-6.4
Japão	-12.8	-17.5	-8.0	-6.8	-9.8	-7.9	-7.5	-8.5	-7.8	-8.2	-11.7	-11.0	-9.7	-5.9	-0.2	-2.1
<b>Preços no produtor</b>																
EUA	1.4	1.4	1.8	1.8	1.1	-0.6	-3	-3.2	-3.3	-4.5	-2.9	-2.6	-2.6	-2.9	-4.1	-
Zona Euro	2.2	-0.7	-1.7	-1.3	-1.6	-2.7	-3.5	-2.8	-2.3	-2.1	-2	-2.1	-2.1	-2.6	-3.1	-
Japão	-0.7	2.5	1.7	2.9	2.6	1.8	0.3	0.5	0.7	-2.1	-2.2	-2.4	-3.1	-3.6	-3.9	-
<b>Preços no consumidor</b>																
EUA	1.7	1.5	1.5	1.7	1.3	0.8	-0.1	0	-0.1	-0.2	0	0.1	0.2	0.2	0	-
Zona Euro	2.2	0.8	0.5	0.4	0.3	-0.2	-0.6	-0.3	-0.1	0	0.3	0.2	0.2	0.1	-0.1	0
Japão	-0.1	1.6	1.6	2.9	2.4	2.4	2.4	2.2	2.3	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0	-
<b>Massa monetária</b>																
EUA (M2)	8.1	5.5	6.1	5.5	5.8	5.9	6.1	6.4	6.1	6.1	5.7	5.6	5.6	5.9	6.2	-
Zona Euro (M3)	3.5	1.0	1.0	2.5	3.1	3.7	3.9	4.2	4.7	5.4	5.0	4.9	5.3	4.9	4.9	-
Japão (M2)	2.6	4.2	3.5	3.2	3.6	3.6	3.4	3.5	3.6	3.6	4.1	3.9	4.0	4.2	3.8	-

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				
	2012	2013	Out.	Nov.	Dez.	Jan.	Fev.	Mar.	Abr.	Mai.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	
<b>Crescimento do Produto</b>																	
EUA (anualizado)	0.1	3.8	-	-	2.1	-	-	0.6	-	-	3.9	-	-	-	1.5	-	
Zona Euro (q/q)	-0.4	0.2	-	-	0.4	-	-	0.5	-	-	3.9	-	-	-	1.5	-	
Japão (q/q)	-0.1	-0.2	-	-	0.3	-	-	1.1	-	-	3.9	-	-	-	1.5	-	
<b>Desemprego</b>																	
EUA	7.9	6.7	5.7	5.8	5.6	5.7	5.5	5.5	5.4	5.5	5.3	5.3	5.1	5.1	5.1	-	
Zona Euro	11.9	11.9	11.5	11.5	11.4	11.3	11.2	11.2	11.1	11.0	11.0	10.9	10.9	10.8	10.8	-	
Japão	4.3	3.7	3.5	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	-	
<b>Confiança das Empresas</b>																	
EUA - Índice de confiança PME	88	94	96	98	100	98	98	95	97	98	94	95	96	96	96	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat (manufacturas)	-14	-3	-5	-4	-5	-5	-5	-3	-3	-3	-3	-3	-4	-2	-2	-	
Japão - Índice Tankan (global)	3	17	-	-	15	-	-	17	-	-	21	-	-	19	-	-	
<b>Confiança dos Consumidores</b>																	
EUA - Índice da Universidade de Michigan	72.9	82.5	86.9	88.8	93.6	98.1	95.4	93.0	95.9	90.7	96.1	93.1	91.9	87.2	90.0	-	
Índice do Conference Board	66.69	77.54	94.05	91.0	93.1	103.8	98.8	101.4	94.3	94.6	99.8	91.0	101.3	102.6	97.6	-	
Zona Euro - Índice do Eurostat	-26	-14	-11	-12	-11	-9	-7	-4	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-8	-	
Japão - Índice do ESRI	39	40.6	38.7	37.4	38.3	39.2	40.4	41.6	41.6	42.0	42.4	41.0	42.2	40.9	41.1	-	
<b>Indicador Avançado da OCDE</b>																	
EUA	104.4	107.0	108.9	109.0	109.1	109.1	109.2	109.2	109.3	109.3	109.4	-	-	-	-	-	
Zona Euro	99.7	101.6	101.7	101.8	101.9	102.1	102.2	102.3	102.4	102.4	102.5	-	-	-	-	-	
Japão	101.0	103.8	103.0	103.0	103.2	103.3	103.4	103.5	103.5	103.6	103.6	-	-	-	-	-	
<b>Indicador da Actividade Industrial</b>																	
EUA - ISM manufacturas	50.0	56.1	57.9	57.6	55.1	53.5	52.9	51.5	51.5	52.8	53.5	52.7	51.1	50.2	50.1	-	
PMI manufacturas	46.1	52.7	50.6	50.1	50.6	51.0	51.0	52.2	52.0	52.2	52.5	52.4	52.3	52.0	52.3	-	
Japão - Índice de actividade industrial (sa)	100.6	102.9	101.7	101.6	101.9	103.5	102.6	102.3	102.9	102.0	102.6	102.5	102.3	-	-	-	
<b>Produção Industrial (t.v.h.)</b>																	
EUA	2.1	2.3	4.1	4.7	4.6	4.5	3.5	2.5	2.1	1.4	0.9	1.3	1.1	0.4	-	-	
Zona Euro	-2.3	1.5	0.9	-0.4	0.6	0.7	1.7	1.9	0.6	1.4	1.4	1.4	1.9	-	-	-	
Japão	-7.6	7.2	-0.5	-3.7	-0.1	-2.6	-2.0	-1.7	0.1	-3.9	2.3	0.0	-0.4	-0.9	-	-	
<b>Vendas a Retalho (t.v.h.)</b>																	
EUA	4.8	3.2	4.6	4.7	3.3	3.7	1.9	2.1	1.3	2.5	1.8	2.6	2.0	2.4	-	-	
Zona Euro	-2.4	0.2	1.6	1.1	2.9	2.3	2.3	1.7	2.3	2.5	1.9	3.0	2.1	2.9	-	-	
Japão	-1.7	2.8	0.3	-2.7	-1.4	-2.7	-3.3	-8.3	2.5	-1.9	1.1	0.1	-0.3	-2.2	-	-	
<b>Balança Comercial (mil milhões moeda local; saldo acumulado últimos 12 meses)</b>																	
EUA	-741.2	-702.6	-617.4	-676.7	-741.5	-63.0	-121.0	-192.2	-253.7	-315.7	-380.5	-441.8	-509.4	-569.7	-	-	
Zona Euro	80.1	151.9	176.2	180.6	190.9	198.0	203.1	207.2	214.1	218.4	229.1	239.5	243.3	-	-	-	
Japão	-6,875	-11,645	-11,472	-12,254	-12,861	-315	-906	-915	-1,150	-1,344	-1,636	-2,014	-2,388	-2,744	-	-	

Fontes: Bloomberg, Conference Board, Economist, ESRI, Eurostat, OCDE, Reuters e Universidade de Michigan.  
 Nota: os dados anuais correspondem a valores de final do período com excepção do PIB e desemprego, que correspondem à variação anual da produção e à média anual da taxa de desemprego, respectivamente, para os anos 2009, 2012 e 2013.



**Cotações no Mercado Spot**

Data	EUR/USD	EUR/JPY	EUR/GBP	EUR/CHF	USD/JPY
01-out-15	1.1153	133.56	0.7367	1.0903	119.75
02-out-15	1.1160	134.24	0.7358	1.0923	120.29
05-out-15	1.1236	135.07	0.7402	1.0938	120.21
06-out-15	1.1224	135.07	0.7399	1.0936	120.34
07-out-15	1.1266	135.30	0.7358	1.0882	120.10
08-out-15	1.1254	134.92	0.7366	1.0935	119.89
09-out-15	1.1362	136.65	0.7407	1.0919	120.27
12-out-15	1.1373	136.61	0.7401	1.0928	120.12
13-out-15	1.1374	136.16	0.7480	1.0910	119.71
14-out-15	1.1410	136.48	0.7418	1.0901	119.61
15-out-15	1.1439	135.23	0.7397	1.0873	118.22
16-out-15	1.1360	135.25	0.7356	1.0809	119.06
19-out-15	1.1333	135.29	0.7317	1.0834	119.38
20-out-15	1.1373	136.16	0.7352	1.0823	119.72
21-out-15	1.1354	136.30	0.7349	1.0864	120.05
22-out-15	1.1313	135.49	0.7314	1.0886	119.76
23-out-15	1.1084	133.80	0.7196	1.0793	120.71
26-out-15	1.1011	133.26	0.7184	1.0823	121.02
27-out-15	1.1061	133.06	0.7214	1.0880	120.30
28-out-15	1.1085	133.38	0.7248	1.0899	120.32
29-out-15	1.0930	132.30	0.7167	1.0851	121.04
30-out-15	1.1017	132.88	0.7182	1.0900	120.61
<b>Var. Mês %</b>	-1.22	-0.51	-2.51	-0.03	0.72
<b>Var. em 2015 %</b>	-8.52	-8.49	-7.92	-9.33	0.03
<b>Média mensal</b>	1.12	134.84	0.73	1.09	120.02

Fonte: BPI, BCE.

**Taxas Oficiais de Conversão do Euro**

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

Fonte: BCE.

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

**MTC-II**

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

Fonte: BCE.

**Taxas de Juro Internacionais**

03.Nov.15

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

Fonte: BPI, Reuters

Nota: Taxas de juro multicontribuídas para todas as moedas.

## Indicadores do Mercado Doméstico de Obrigações

	2012			2013			2014			2015		
	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.	Out.	Nov.	Dez.
Valor de Obrigações emitidas no mercado interno e externo												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	290,566	282,435	269,326	271,369	272,161	276,653	276,531	264,965	268,096	266,144	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros)	-13,381	-4,560	-10,088	807	7	-3,157	2,747	-8,103	-305	-54	-	-
Valor de Obrigações do Tesouro emitidas												
Emissões brutas OT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	0	6,530	1,321	3,418	0	4,958	4,111	0	1,965	0	2,992	-
Emissões brutas BT's (10 <sup>6</sup> euros) <sup>1</sup>	500	0	999	1,304	1,115	1,260	4,111	806	2,032	1,190	1,634	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>2</sup>	-1,486	-3,521	-3,706	1,279	-1,140	130	3,853	-2,270	2,001	399	-	-
Valor Obrig. emitidas por Empresas ( 10 <sup>6</sup> euros)												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	42,533	45,021	34,505	34,392	34,680	34,108	33,504	33,543	32,551	32,402	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	585	-109	-588	-83	270	100	-612	56	-974	-128	-	-
Valor Obrig. emitidas por Instituições Financeiras ( 10 <sup>6</sup> euros)												
Saldo em final do mês (10 <sup>6</sup> euros)	97,952	84,812	59,559	59,222	59,736	59,196	58,634	58,408	57,045	56,735	-	-
Emissões líquidas (10 <sup>6</sup> euros) <sup>3</sup>	1,120	-1,044	-5,985	-450	563	-648	-567	-161	-1,381	-153	-	-
Dívida Pública Transacionável em euros - Saldo Vivo (10 <sup>6</sup> euros)												
BT's	113,641	113,343	109,707	110,618	109,957	115,352	118,815	116,776	118,562	118,961	121,753	-
OT's	17,777	19,046	16,704	16,824	16,242	14,533	14,561	13,202	13,302	13,701	13,493	-
Outras obrigações	93,626	92,708	91,615	92,479	92,400	99,615	103,103	102,424	104,164	104,164	107,164	-
Outros Títulos (ECP, MTN's, etc)	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	-
Capitalização Bolsista de Dívida Diversa (10 <sup>6</sup> euros)	2,187	1,538	1,337	1,264	1,264	1,153	1,100	1,099	1,045	1,045	1,045	-
	6,861	9,152	8,384	9,862	8,289	7,996	8,030	8,257	6,123	4,853	4,835	-
Valor de Obrig. na posse de não residentes <sup>4</sup>												
	57,378	63,168	-	-	76,708	-	-	78,080	-	-	-	-
Stock em fim de período/Capitalização Bolsista												
	0,7	0,7	-	-	0,8	-	-	0,8	-	-	-	-
Transações de Obrig. do Tesouro no MEDIP. <sup>5</sup> (média diária) (10 <sup>6</sup> euros)												
	10	28	288	234	126	641	365	284	220	255	459	-

Fonte: BPI, Banco de Portugal, BVLP, IGCP.

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

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

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.Nov.15

Título	Maturidade	Saldo vivo (10 <sup>6</sup> EUR)	Anos	Vida Meses	Cupão	Preço	Modified Duration	YTM
<b>Obrig. do Tesouro</b>								
OTs 10 Anos 05	2015-10-15	5,425	0	1	3.350%	99.98	0.10	4.390%
OTs 5 Anos 11	2016-02-15	2,186	0	5	6.400%	102.18	0.44	0.080%
OTs 10 Anos 06	2016-10-15	4,657	1	1	4.200%	104.27	1.06	-0.034%
OTs 10 Anos 07	2017-10-16	8,860	2	1	4.350%	108.23	1.98	0.242%
Ots 10 Anos 08	2018-06-15	8,674	2	9	4.450%	110.72	2.64	0.412%
Ots 10 Anos 09	2019-06-14	10,915	3	9	4.750%	114.53	3.50	0.725%
Ots 10 Anos 10	2020-06-15	10,736	4	9	4.800%	116.89	4.32	1.076%
OTs 15 Anos 05	2021-04-15	9,514	5	7	3.850%	112.92	5.04	1.395%
OTs 15 Anos 08	2023-10-25	8,033	8	1	4.950%	121.38	6.65	2.038%
Ots 10 Anos 13	2024-02-15	12,076	8	5	5.650%	126.60	6.81	2.135%
Ots 10 anos 15	2025-10-15	8,543	10	1	2.875%	104.66	8.44	2.920%
Ots 15 anos 14	2030-02-15	4,376	14	5	3.875%	112.14	11.00	2.832%
OTs 30 Anos 06	2037-04-15	7,670	21	7	4.100%	115.03	14.58	3.128%
OTs 30 Anos 15	2045-02-15	2,500	29	5	4.100%	113.97	16.51	4.130%

Fonte: BPI.

Nota: O YTM é uma taxa anual.

## Indicadores dos Mercados Internacionais de Acções

	03.11.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % 1ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EURO STOXX 50	3,439.2	11.4	-5.3	9.3	17.7	2014-12-16	-10.4	2015-04-13	13.3	14.9
DJ EURO STOXX	358.2	10.3	-4.4	11.9	19.9	2014-12-16	-9.0	2015-04-13	16.7	15.9
DJ EUROPE STOXX 50	3,264.2	9.6	-5.2	8.7	16.7	2014-12-16	-9.4	2015-04-15	11.1	15.7
DJ EUROPE STOXX	378.4	9.3	-4.2	11.0	19.2	2014-12-16	-8.4	2015-04-15	14.9	16.4
MSCI EUROPE	1,448.1	7.5	-5.3	5.1	n.a.	2014-12-15	n.a.	2015-04-10	7.5	n.a.
BBG EUROPEAN INTERNET	107.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2014-10-16	n.a.	2015-04-23	n.a.	n.a.
BBG US INTERNET	112.5	13.9	12.7	23.6	31.8	2015-01-16	-0.1	2015-11-04	26.2	28.7
FTSE 100	6,412.9	4.6	-8.2	-2.3	11.2	2015-08-24	-10.0	2015-04-27	-0.6	16.0
DAX	10,845.2	13.5	-6.7	10.6	18.5	2014-11-04	-12.5	2015-04-10	18.3	13.3
CAC 40	4,948.3	11.0	-2.6	15.8	26.0	2014-12-16	-6.3	2015-04-27	19.8	15.9
PSI-20	5,591.0	7.2	-9.9	16.5	21.5	2015-01-07	-11.9	2015-04-10	10.5	13.9
IBEX 35	10,473.5	9.1	-8.4	1.9	13.5	2015-09-24	-11.9	2015-04-13	3.1	15.7
DOW JONES INDUST.	17,918.2	8.6	-1.0	0.3	16.3	2015-08-24	-2.6	2015-05-19	2.9	16.2
S&P 500	2,109.8	7.9	-0.4	2.3	12.8	2015-08-24	-1.4	2015-05-20	4.7	17.7
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5,145.1	9.2	2.5	8.5	19.8	2015-08-24	-1.7	2015-07-20	11.2	22.4
S&P UTILITIES	476.8	9.3	-1.9	-2.0	13.3	2015-08-25	-4.5	2015-02-25	0.6	16.7
S&P FINANCIALS INDEX	329.1	7.5	-0.7	-1.4	11.0	2015-10-02	-4.7	2015-07-23	1.9	14.6
NIKKEI 225	18,926.9	5.1	-3.1	8.5	14.1	2015-01-16	-9.7	2015-06-24	11.7	18.0
BOVESPA	48,053.7	2.0	-16.4	-4.1	12.2	2015-08-24	-18.1	2015-05-06	-11.8	13.3
MSCI WORLD	1,308.6	7.3	-2.9	2.9	n.a.	2015-09-29	n.a.	2015-05-21	5.0	n.a.

Fonte: Bloomberg.

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

	07.10.2015	Var. % 1m	Var. % 6m	Var. % Ytd	Var. % face Mínimo 52semanas	Data Mínimo 52semanas	Var. % face Máximo 52semanas	Data Máximo 52semanas	Var. % Ano	Ind. Geral PER Estimado
DJ EUROPE TELECOM	361.0	12.2	-3.2	13.4	21.6	2014-11-04	-9.2	2015-07-20	21.5	20.8
DJ EUROPE BANK	192.2	4.2	-10.5	2.5	10.7	2015-01-15	-15.0	2015-07-21	2.2	11.0
DJ EUROPE TECHNLGY	352.5	14.4	1.3	13.8	25.9	2014-11-04	-6.3	2015-04-22	25.8	21.3
DJ EUROPE INDUSTRIAL	437.5	10.0	-6.3	8.9	17.0	2014-12-16	-10.5	2015-04-15	13.8	17.2
DJ EUROPE INSURANCE	286.0	11.8	1.5	14.3	22.7	2014-12-16	-7.3	2015-04-14	20.9	11.7
DJ EUROPE MEDIA	312.4	6.1	-1.6	15.2	25.2	2014-11-04	-7.6	2015-04-14	25.1	19.0
DJ EUROPE FINANCIAL	456.8	9.2	0.2	21.1	31.5	2014-12-16	-5.5	2015-07-20	30.2	13.7
DJ EUROPE OIL&GAS	295.4	13.5	-11.6	4.4	22.6	2015-09-29	-14.4	2015-04-28	-2.5	17.1
DJ EUROPE UTILITY	314.7	8.6	-3.0	0.5	14.0	2015-09-24	-7.4	2015-04-29	2.0	14.9
DJ EUROPE AUTO	554.4	16.9	-15.8	8.2	23.1	2015-09-29	-21.9	2015-03-17	18.8	10.3
DJ EUROPE CONSTRUCT	390.0	8.5	-2.4	16.4	27.0	2014-12-16	-6.7	2015-04-16	23.6	20.7
DJ EUROPE HEALTHCARE	799.2	6.5	-3.1	15.6	21.4	2014-12-16	-8.8	2015-04-15	18.4	19.7
DJ EUROPE PR & HO GOODS	791.2	10.4	6.8	25.4	35.1	2014-12-16	-2.3	2015-08-06	n.a.	20.2
DJ EUROPE TRAVEL&LEISURE	260.0	7.3	3.8	17.1	29.8	2014-11-10	-2.7	2015-07-20	n.a.	16.9
DJ EUROPE BAS.RESR	305.2	15.1	-26.1	-17.5	24.9	2015-09-29	-29.1	2015-03-02	-19.1	18.0
DJ EUROPE FOOD&BEV	649.0	10.1	5.1	18.8	27.3	2014-12-16	-1.4	2015-04-16	23.6	23.1
DJ EUROPE CHEMICAL	866.5	10.5	-7.1	9.9	17.4	2014-12-16	-13.6	2015-04-13	n.a.	17.9
DJ EUROPE RETAIL	362.1	10.3	2.6	17.4	29.8	2014-11-04	-4.6	2015-04-15	n.a.	n.a.
S&P AUTOMOBILES	131.9	6.5	-6.2	-3.1	23.3	2015-08-24	-9.5	2015-03-23	4.8	9.8
S&P INFORMATION TECHNOLOGY	746.4	11.1	4.0	8.1	22.2	2015-08-24	-0.1	2015-11-04	11.0	17.2
S&P CONSUMER DISCRETIONARY	647.8	6.9	6.1	12.4	21.3	2014-11-04	-0.9	2015-11-04	20.7	20.8
S&P CONSUMER STAPLES	512.2	3.8	1.6	2.0	11.5	2015-08-24	-2.7	2015-10-23	5.0	20.6
S&P ENERGY	527.4	11.3	-13.3	-10.9	21.0	2015-08-25	-19.6	2014-11-10	-15.4	30.2
S&P HEALTH CARE	838.7	5.6	-1.4	5.2	13.1	2015-09-28	-6.8	2015-07-20	6.9	17.3
S&P MATERIALS	287.4	10.4	-10.6	-6.1	17.4	2015-09-29	-12.5	2015-02-25	-4.1	17.7
S&P TELECOMMUNICATION SERVICES	149.0	5.9	-7.2	-2.6	9.4	2015-08-24	-10.1	2014-11-14	-7.6	12.5

Fonte: Bloomberg.

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

	Peso	Preços						Variação				
		Out.15	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	Dec/14	1 mês	3 meses	6 meses	12 meses	ytd
<b>CRB Futuros</b>												
Índice Global	100%	195.6	194.3	205.3	230.1	273.4	230.5	0.7%	-4.7%	-15.0%	-28.4%	-15.1%
<b>CRB Energia</b>												
Petróleo		46.1	45.5	47.1	59.2	80.5	53.3	1.1%	-2.2%	-22.1%	-42.8%	-13.5%
Heating oil		150.6	152.0	158.4	198.2	251.5	184.7	-0.9%	-4.9%	-24.0%	-40.1%	-18.4%
Gas natural		2.2	2.5	2.7	2.8	3.9	2.9	-8.4%	-17.3%	-19.1%	-42.0%	-22.3%
<b>CRB Metais Preciosos</b>												
Ouro		1138.5	1137.1	1094.9	1174.5	1171.6	1184.1	0.1%	4.0%	-3.1%	-2.8%	-3.9%
Platina		976.9	907.3	985.0	1129.7	1235.2	1208.9	7.7%	-0.8%	-13.5%	-20.9%	-19.2%
Prata		15.4	15.3	14.7	16.1	16.1	15.6	1.0%	4.5%	-4.4%	-4.3%	-1.0%
<b>CRB Agrícola</b>												
Milho		381.3	389.3	371.0	359.8	376.8	397.0	-2.1%	2.8%	6.0%	1.2%	-4.0%
Sementes de soja		885.3	874.3	980.8	968.5	1046.5	1019.3	1.3%	-9.7%	-8.6%	-15.4%	-13.1%
Trigo		522.0	513.3	499.3	470.0	532.5	589.8	1.7%	4.6%	11.1%	-2.0%	-11.5%
<b>CRB Alimentares</b>												
Cacau		3259.0	3095.0	3209.0	2877.0	2899.0	2910.0	5.3%	1.6%	13.3%	12.4%	12.0%
Café		120.6	124.3	125.3	133.5	188.0	166.6	-3.0%	-3.8%	-9.7%	-35.9%	-27.6%
Sumo de laranja		134.7	106.8	123.6	115.0	133.7	140.1	26.1%	8.9%	17.1%	0.7%	-3.9%
Açúcar		14.6	13.5	11.1	12.9	16.0	14.5	8.1%	31.2%	13.2%	-8.9%	0.7%
<b>CRB Industriais</b>												
Cobre		231.6	232.6	236.4	293.2	304.7	282.6	-0.4%	-2.0%	-21.0%	-24.0%	-18.0%
Algodão		63.2	59.2	64.0	66.9	64.5	60.3	6.8%	-1.2%	-5.4%	-1.9%	4.9%
<b>CRB Gado</b>												
Bovino		139.3	123.1	145.7	149.2	169.5	165.7	13.1%	-4.4%	-6.7%	-17.8%	-16.0%
Suíno		59.2	73.4	78.5	76.0	88.0	81.2	-19.3%	-24.6%	-22.1%	-32.7%	-27.1%

Fonte: Bloomberg.

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

**BANCO BPI. S.A.**

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

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

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

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