

I. Evolução da Economia Internacional

Este capítulo descreve sumariamente a evolução dos principais blocos económicos mundiais em 2015, assim como das economias dos parceiros económicos mais importantes de Timor Leste, em conjunto com as tendências mais relevantes, para a nossa economia, dos mercados financeiros e de commodities mundiais.

Tomando por base esta sucinta descrição, o capítulo analisa depois os principais canais de transmissão da evolução externa e os desenvolvimentos da economia doméstica, extraindo as influências observadas em 2015 e as perspectivas esperadas para 2016.

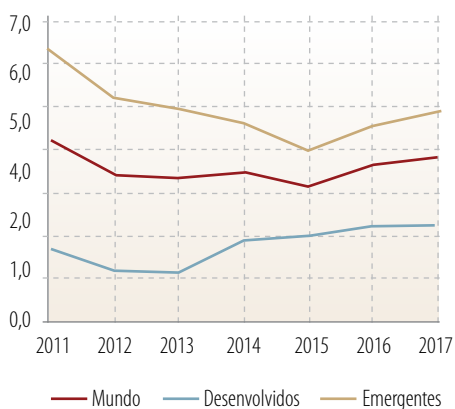
Economia Mundial e Asiática

O crescimento económico nas principais economias

A economia mundial continuou a recuperar em 2015 e deverá acelerar em 2016 e 2017....

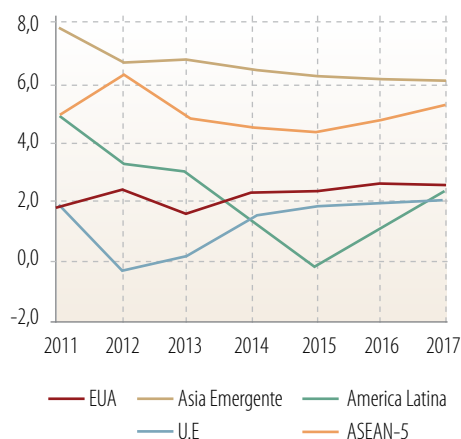
Em 2015, a economia mundial continuou a crescer (3.1%), ligeiramente abaixo em torno dos níveis registados nos últimos 3 anos, prolongando a recuperação económica da crise financeira mundial de 2008-2009. Em termos dos principais blocos, será de se salientar que o ritmo de crescimento das economias mais desenvolvidas se manteve sólido, em 2015, em 2%, o que compensou a continuada desaceleração do crescimento das economias menos desenvolvidas (4% em 2015). Para 2016 e 2017, o FMI prevê uma nova aceleração da economia mundial, sustentada pelo dinamismo do crescimento de ambos os blocos económicos.

► PIB – Crescimento % nos 3 Blocos



Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2015

► PIB – Crescimento % Regiões Seleccionadas



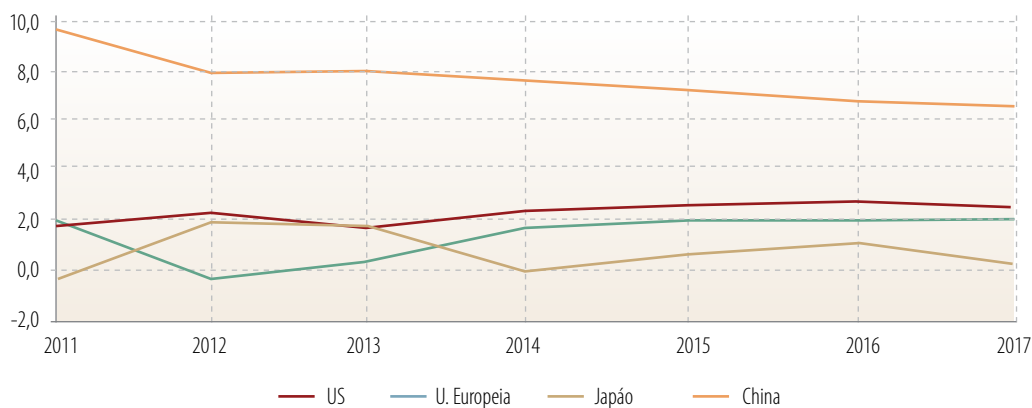
Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2015



Em termos de regiões, a Ásia continuou a liderar em termos de crescimento (6.2%) e a América Latina a região que menos cresceu em 2015 (0%). O crescimento para o conjunto das 5 maiores economias da ASEAN manteve-se robusto em 4.6%, o que representa, contudo, uma desaceleração face aos respectivos níveis históricos. A América Latina registou um nível de crescimento anémico, tendo sido frontalmente prejudicada pela significativa queda dos preços internacionais das principais commodities mundiais. Para 2016 e 2017, o FMI prevê uma aceleração dos níveis de crescimento para praticamente todas as regiões.

....enquanto as economias da ASEAN mantiveram um nível de crescimento robusto.

► **Texas Crescimento % do PIB - 4 Maiores Economias Mundiais**



Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2015

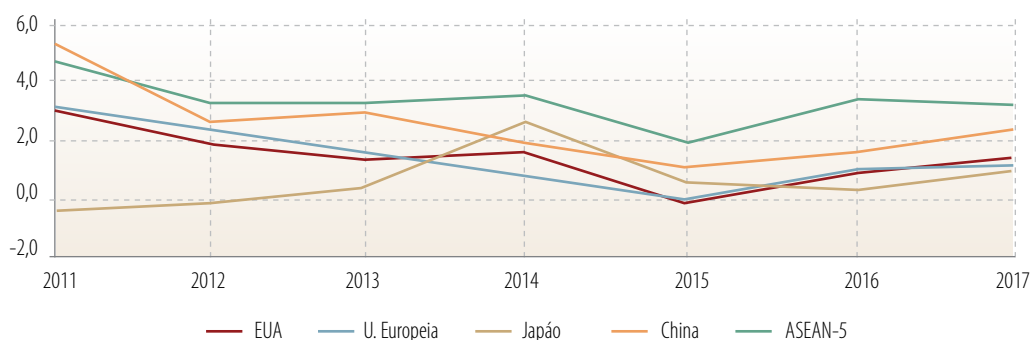
Por último, a comparação da performance das 4 principais economias mundiais – E.U.A., U.E., Japão, China - revela que a China continuou a desacelerar em 2015, perspectivando-se uma gradual desaceleração para 2016 e 2017, e que os E.U.A. continuaram a crescer mais rápido do que a União Europeia e o Japão, tendência que se devere manter em 2016 e 2017. Em linha com o optimismo já referido do FMI, estas economias deverão registar novo aceleração dos ritmos de crescimento em 2016 e 2017, com excepção da economia chinesa, que se prevê continuar a linha de gradual desaceleração e rebalanceamento sectorial registada desde 2012.

A inflação permaneceu anémica nas principais economias mundiais, destacando-se a descida substancial nas economias desenvolvidas....

A evolução da inflação nas principais economias

No que diz respeito à evolução dos preços em 2015, é de se salientar, sobretudo, a descida substancial da inflação, e respectivas expectativas, nos EUA, Japão e na União Europeia, para um valor significativamente abaixo da referência de longo prazo de 2%. As economias asiáticas, particularmente do bloco da ASEAN, continuaram a exibir taxas de inflação moderadas em 2015, tendo a economia Chinesa registado um ligeiro abrandamento das pressões inflacionistas.

► Taxas de Inflação % Ano - 5 Economias Seleccionadas



Fonte: FMI, World Economic Outlook, Outubro 2015

.... devido à descida do preços internacionais das commodities, mas também à perpetuação dos elevados níveis de subemprego em algumas economias.

A descida da inflação nas principais economias mundiais, particularmente nas mais desenvolvidas, reflecte a descida substancial dos custos energéticos mundiais e, no caso da UE e Japão, a prolongação de um ciclo de crescimento anémico incapaz de evitar o subemprego de recursos e força de trabalho e, conseqüentemente, em pressões negativas em termos dos níveis de preços. Esta tendência preocupante justificou a tomada de medidas de política monetária mais radicais pelo BCE, ao longo de 2015, que anunciou a implementação de um substancial programa de compra de títulos obrigacionistas europeus e à implementação de taxas de juro directoras negativas. O Japão, pese embora, continue a adoptar um conjunto de medidas monetárias altamente expansionistas, continuou a registar níveis de inflação anémicos, em torno dos níveis registados na última década.

Em suma, 2015 ficou marcado pela continuidade do controlo das pressões inflacionistas nos principais blocos económicos mundiais, que resultou, sobretudo, da descida dos preços das "commodities" nos mercados internacionais e parcialmente da perpetuação dos níveis de subemprego nas economias europeias e japonesa.

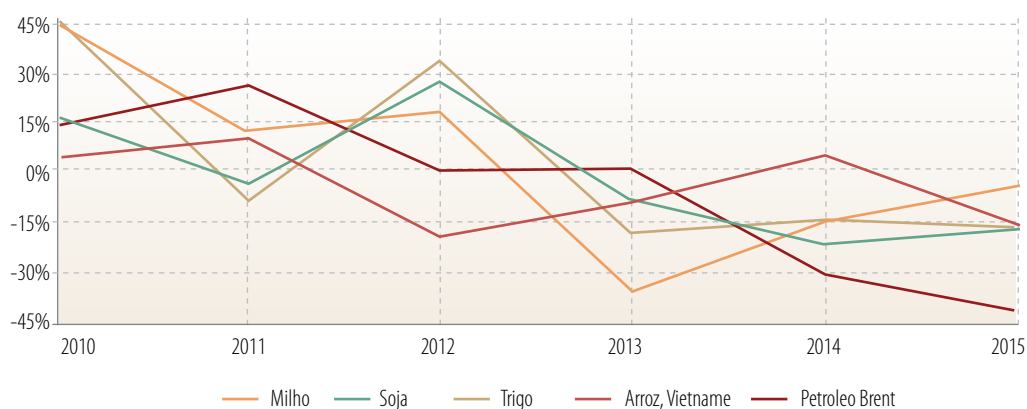
Mercados de Commodities

Nos mercados de commodities, 2015 ficou marcado pela continuada descida generalizada dos preços dos bens alimentares, energéticos e metais industriais. Conforme se mostra em baixo, o preço de um conjunto de bens alimentares e do petróleo voltou a registar descidas médias anuais idênticas

Os preços das matérias primas continuaram a descer em 2015

a 2009, ano marcado pelos efeitos recessivos da “Grande Crise Financeira”. Note-se ainda que o preço do petróleo apresentou em 2015 descidas substancialmente acima das quedas registadas para os principais bens alimentares. Tendo em conta que as principais economias mundiais apresentaram níveis de crescimento robustos em 2015, a descida dos preços das commodities poderá continuar a representar um efeito positivo sobre as principais economias importadoras deste tipo de produtos, suportando o respectivo crescimento económico. Pelo contrário, para as economias exportadoras destes bens, tipicamente países em vias de desenvolvimento, a descida dos preços internacionais representa um choque negativo sobre os seus rendimentos e, conseqüentemente, sobre as suas economias. Um exemplo claro desta situação corresponde naturalmente a América Latina, cujas economias foram amplamente prejudicadas pela queda dos preços das commodities.

► Preços das Principais Commodities - % variação anual em Dezembro



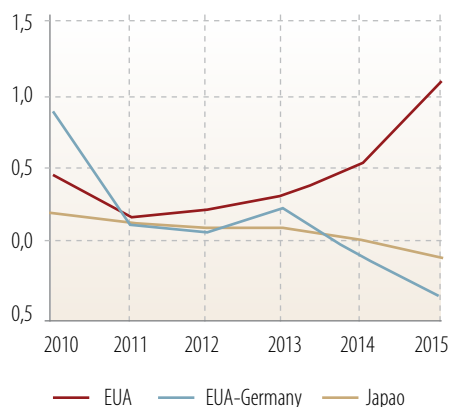
Fonte: Banco Mundial, Commodities Datasheet, Fevereiro 2016

Mercados Financeiros de Referência

Em termos de mercados financeiros, começamos por analisar a evolução dos principais mercados obrigacionistas, designadamente os de títulos do Tesouro, que permitem aferir a evolução, e expectativas de evolução, das políticas monetárias das várias economias, assim como dos respectivos ritmos de crescimento e expectativas inflacionistas. As taxas de juro a 2 anos, mais sensíveis a alterações de política monetária continuaram a exibir em 2015 uma clara divergência das políticas entre as 3 maiores economias mundiais, com os mercados a incorporarem gradualmente, em 2015, o início da subida de taxas de política nos EUA, materializada em 2015, e a implementação de taxas directoras negativas na União Europeia e Japão. Por outro lado, as taxas de juro a 10 anos mantiveram-se em níveis historicamente baixos, fruto das reduzidas pressões inflacionistas mundiais e do substancial conjunto de medidas de estímulo monetário implementadas nas principais economias desenvolvidas. Note-se, contudo, que ambos os 2 e 10 anos, as taxas de juro norte-americanas se mantiveram em níveis bastante superiores aos verificados na zona-euro e Japão, em resultado da melhor performance da economia dos EUA nos últimos anos, que acabou por justificar o início de subida de taxas pelo FED em 2015.

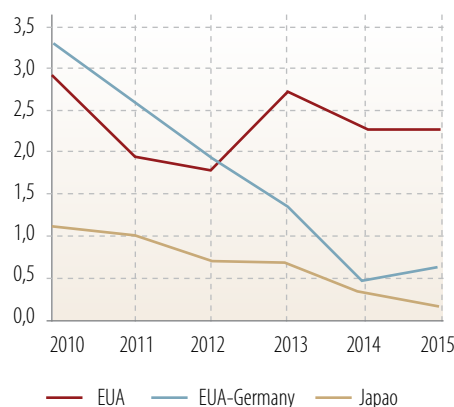
As taxas de juro a 2 anos subiram nos EUA e desceram na zona euro e no Japão....

► Taxas de Juro das Obrigações a 2 Anos



Fonte: Bloomberg

► Taxas de Juro das Obrigações a 10 Anos

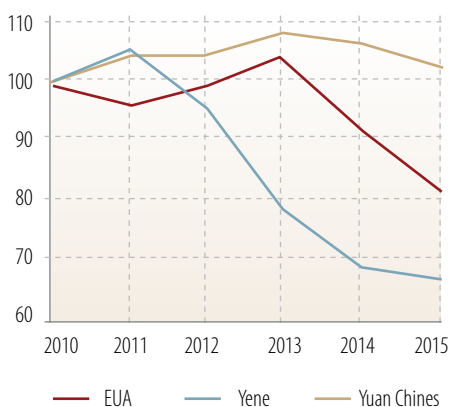


Fonte: Bloomberg

.... o que resultou na continuada apreciação do dólar norte-americano face ao euro e iene

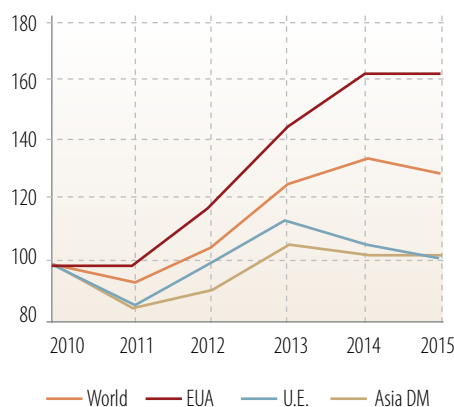
Naturalmente, a evolução dos mercados obrigacionistas, em conjunto com os desenvolvimentos económicos já analisados, determinaram também grande parte dos desenvolvimentos registados nos principais mercados cambiais e accionistas mundiais. Por um lado, a divergência das orientações de política monetária entre os EUA e o Japão e U.E. ajudaram a justificar a continuada apreciação do dólar norte-americano face ao euro e iene em 2015.

► Principais Moedas face ao \$ Dólar EUA. 2011=100; descida implica depreciação



Fonte: Google

► Principais Índices Accionistas Mundiais cotados em dólares. 2011=100



Fonte: Google

Os principais mercados accionistas mundiais continuaram a registar divergências em 2015.

Por outro lado, o mercado accionista do EUA manteve-se estável em 2015, continuando a cotar-se acima dos demais principais mercados mundiais, beneficiando da melhor performance da respectiva economia. Conforme se pode observar nos gráficos em cima, a apreciação do dólar explicou também o superior desempenho do mercado acionista dos EUA face aos congéneres europeus e asiáticos, quando cotados em dólares.

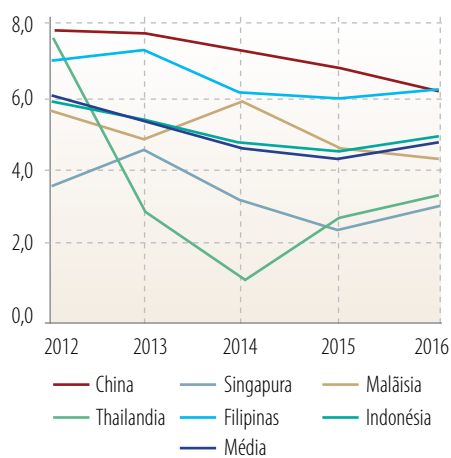
Quadro Económico no Espaço Asiático

Depois de sintetizado o quadro macroeconómico das principais economias mundiais, será também relevante aprofundar a análise dos desenvolvimentos económicos no espaço Asiático, em particular da ASEAN, dado que os principais parceiros económicos de Timor-Leste se situam nesta região. A nossa análise incide, sobretudo, sobre as 5 maiores economias da ASEAN e a China, cuja economia assume cada vez maior relevância regional e mundial, porque são estes os principais parceiros da nossa economia. Por sua vez, destas 6 economias, a Indonésia é o principal parceiro de Timor-Leste, o que justifica alguns comentários específicos à sua evolução.

Em termos dos 2 principais indicadores macroeconómicos, crescimento do PIB e taxas de inflação, os níveis de crescimento mantiveram-se robustos na região em 2015, com a taxa média de crescimento a rondar os 4.3%, sendo, contudo, de destacar a desaceleração do crescimento na Malásia e Singapura. No que se refere à inflação, em média, a região registou taxas da ordem dos 2%, sendo de destacar que a economia Indonésia continuou a manter um elevado nível de inflação, em grande parte, fruto da desvalorização da rupia face ao dólar.

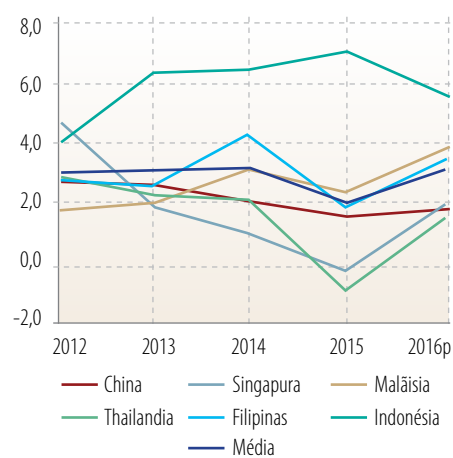
O crescimento económico na ASEAN manteve-se robusto, mas continuou a perder ritmo em 2015....

► PIB – Taxas de Crescimento Anuais em %



Fonte: IMFWEO

► Taxas de Inflação – Médias anuais em %



Fonte: IMFWEO

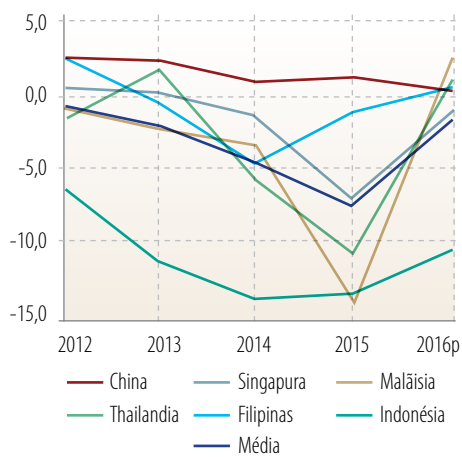
Conclui-se, assim, que a manutenção do dinamismo económico na região em 2015, em conjunto com a depreciação das moedas regionais face ao dólar, continua a explicar a continuada moderação do nível de inflação regional, embora se tenham reduzido as pressões inflacionistas mundiais, conforme se referiu anteriormente.

A evolução dos determinantes macroeconómicos ajuda a explicar, como aliás também é explicada, pelos desenvolvimentos registados nos 2 principais mercados financeiros, o cambial e obrigacionista. Em termos cambiais, 2015 foi também marcado pela depreciação generalizada das divisas regionais face ao dólar, resultante do anúncio de eliminação gradual das políticas monetárias expansionistas nos E.U.A., com particular destaque para a rupia indonésia, cuja queda foi explicada pela deterioração do saldo externo do país e pelo atraso na resposta do respectivo banco central ao aumento das pressões inflacionistas e depreciação da divisa.

.... enquanto as pressões inflacionistas se mantiveram contidas, com excepção da Indonésia.

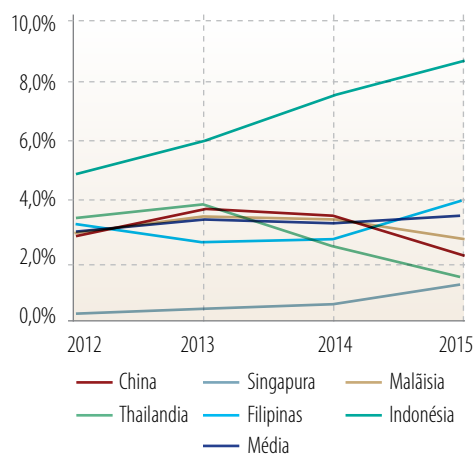
Registou-se ainda a depreciação das divisas regionais face ao dólar....

► Taxas de Câmbio – Variação % face ao USD



Fonte: IMF WEO

► Taxas Obrigações do tesouro a 2 anos



Fonte: ADB

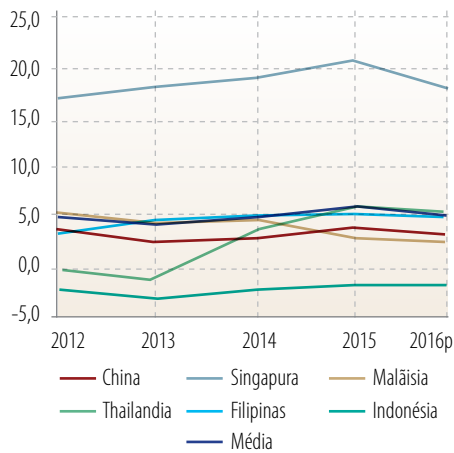
.... com as taxas de juro a 2 anos estaveis, excepto a da Indonésia que voltou a subir

As taxas de juro dos mercados obrigacionistas, aqui representados com base nos títulos a 2 anos, mantiveram-se geralmente estáveis na região, constituindo a Indonésia a única excepção. No caso da Indonésia, as taxas de juro voltaram a aumentar em 2015, em função da subida das taxas directoras do banco central e da consolidação da expectativa da necessidade de futuras subidas para responder apropriadamente à depreciação da rupia e, simultaneamente, ao agravamento das expectativas inflacionistas, num contexto de perpetuação de um saldo externo negativo.

As contas externas mantiveram-se superavitárias, com a excepção da Indonésia

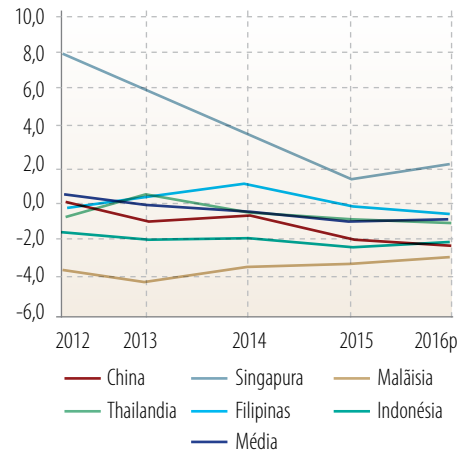
No que se refere ao equilíbrio das contas externas e das contas públicas, podemos concluir que a maior parte dos parceiros continuou a manter excedentes externos substanciais em 2015, com excepção da Indonésia, que manteve um défice da conta externa corrente em -2.5%. Sendo a Indonésia um país exportador de matérias-primas, sobretudo energéticas e metais industriais, a descida dos preços internacionais destas "commodities" resultou num choque substancialmente negativo para a sua economia, exigindo políticas macroeconómicas restritivas mais fortes para conter o dinamismo da procura doméstica, corrigir o défice externo e conter a depreciação da rupia face ao dólar. Em termos dos saldos orçamentais, 2015 foi caracterizado por um ligeiro aumento dos défices públicos na região, destacando-se a tendência negativa de Singapura, ao longo dos últimos anos. As 2 excepções regionais continuam a ser Singapura, pela positiva e a Malásia, pela negativa, cujo défice público ascendeu a -3.7% em 2015.

► Contas Correntes Externas em % do PIB



Fonte: IMF WEO

► Saldos Orçamentais Públicos em % do PIB



Fonte: IMF WEO

Em suma, o quadro macroeconómico da região manteve-se relativamente estável em 2015, sendo contudo de destacar a depreciação generalidade das divisas regionais face ao dólar. Esta depreciação parece-nos, em geral, mais devida ao início do ciclo de subidas de taxas de juro directoras nos Estados Unidos, do que a desequilíbrios macroeconómicos na região, dada a manutenção de ritmos de crescimento económico robustos e a forte posição externa das economias regionais.

Note-se, porém, que este quadro geral não se aplica completamente à economia Indonésia, o maior parceiro de Timor-Leste, visto que a rupia voltou a depreciar-se 10% face ao dólar, prolongando as perdas substanciais verificadas quer em 2013, quer em 2014. Esta tendência negativa tem mantido em alta as pressões inflacionistas no país, sem contudo se ter observado, ainda, uma correcção substancial da posição externa deficitária. Ainda embora experimentando níveis de volatilidade cambial notáveis, a par dos desequilíbrios já referidos, a economia Indonésia conseguiu manter um crescimento anual robusto, apenas ligeiramente abaixo dos 5% em 2015. A importância deste parceiro para a nossa economia implica naturalmente a manutenção de uma monitorização adequada destes desenvolvimentos, esperando-se, contudo, que as recentes medidas de política introduzidas pela Governo e uma vigilância mais apertada pelo seu Banco Central, venham a reduzir gradualmente estes riscos macroeconómicos.

Em geral, as economias da região mantiveram-se estáveis....

.... com a excepção da Indonésia: assistindo-se à depreciação substancial da rupia

.... devido às pressões inflacionistas e à sua posição externa deficitária.

Canais de Transmissão para Timor-Leste

Síntese

A breve análise da evolução económica e financeira internacional e do espaço asiático, que é bastante mais relevante para Timor-Leste, não estaria completa sem o entendimento das respectivas repercussões na nossa economia. Este ponto trata de identificar os principais canais de transmissão dos desenvolvimentos internacionais à nossa economia. Actualmente, é razoável aceitar-se que estes efeitos são ainda reduzidos e limitados a determinados aspectos sectoriais da nossa economia.

Este ponto procura precisamente ilustrar o mecanismo de funcionamento dos principais canais, que são: o impacto na evolução dos níveis de inflação doméstica, determinação do valor das receitas petrolíferas e efeitos sobre o valor dos investimentos realizados no âmbito do Fundo Petrolífero. O Investimento Directo Estrangeiro é certamente uma das variáveis mais influenciadas pelo contexto externo, mas a escassez de investimentos efectivos e de dados fiáveis em Timor Leste, não nos permite ainda analisar devidamente esta relação.

Naturalmente, à medida que a nossa economia se desenvolve e aprofunda as relações de interdependência com os seus parceiros económicos regionais, esperamos que os desenvolvimentos externos influenciem, cada vez mais, a evolução da nossa economia, expandindo o número e a influência dos vários canais de transmissão.

Inflação Importada

O modelo de inflação do BCTL assenta em 2 principais determinantes: a evolução da economia doméstica e a taxa externa de inflação na região asiática.

Um dos principais de canais de transmissão para a nossa economia é, de facto, o impacto dos preços internacionais na evolução da inflação doméstica e respectivas expectativas. Sendo Timor-Leste uma economia de grande intensidade importadora – as importações de bens e serviços correspondiam, em 2013, a 95.9% do PIB nominal não-petrolífero – é natural esperar-se que a evolução dos preços internacionais dos bens e serviços importados afecte substancialmente a inflação doméstica.

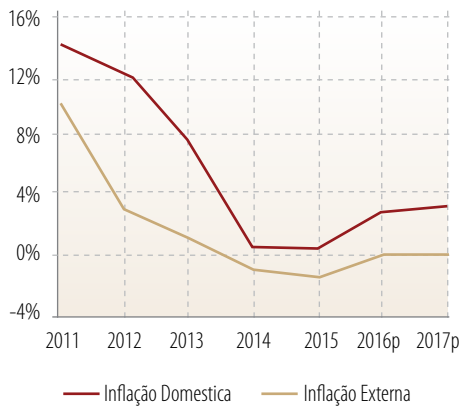
O trabalho de investigação empírica e construção de modelos económicos desenvolvido pelo BCTL tem confirmado a importância deste canal. Um dos principais problemas do nosso trabalho neste contexto decorre da dificuldade em definir uma variável adequada para medir o nível de “inflação externa” para Timor-Leste, dada a ausência de um índice de preços de importações e a grande variabilidade do cabaz de importação e da estrutura geográfica das nossas importações. Depois de experimentadas diversas formas funcionais para esta variável, concluímos que a variável mais adequada, em termos empíricos, parece ser uma média das taxas de inflação das 5 maiores economias da ASEAN e da China, convertida em dólares. Na prática, esta medida corresponde a uma média da taxa de inflação regional medida em dólares, pelo que inclui, em simultâneo, o impacto das variações cambiais regionais face ao dólar e das taxas de inflação em moeda local.

A evolução da taxa de inflação externa influencia a taxa da inflação de Timor-Leste....

.... e a sua descida impulsionou a descida da taxa de inflação em Timor-Leste ao longo dos últimos anos.

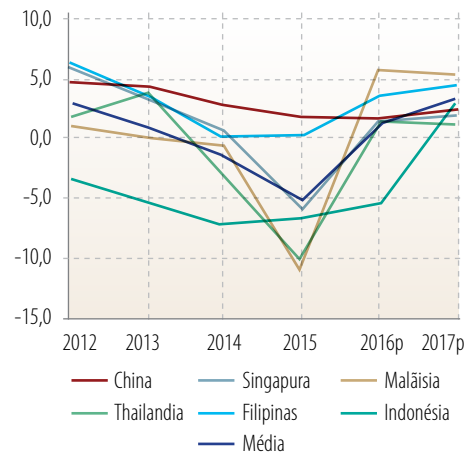
Conforme se pode notar no gráfico em baixo, à esquerda, a taxa de inflação doméstica tende a seguir razoavelmente os movimentos da taxa de inflação externa, embora com menor volatilidade. Na medida em que a taxa de inflação externa corresponde à média das 6 economias já referidas, os modelos de previsão de inflação do BCTL utilizam esta variável e respectivas expectativas para construir as previsões de inflação. Adicionalmente, como se pode concluir dos 2 gráficos, a descida recente da taxa de inflação doméstica tem sido reforçada pela descida das taxas de inflação regional, medidas em dólar. Naturalmente, a relação não é perfeita, uma vez que a evolução da economia não-petrolífera de Timor-Leste, sobretudo ao longo dos últimos anos, também afecta fortemente a evolução da taxa de inflação doméstica.

► Inflação Doméstica e Externa – % ano



Fonte: IMF WEO

► Taxas de Inflação regional – % ano em USD



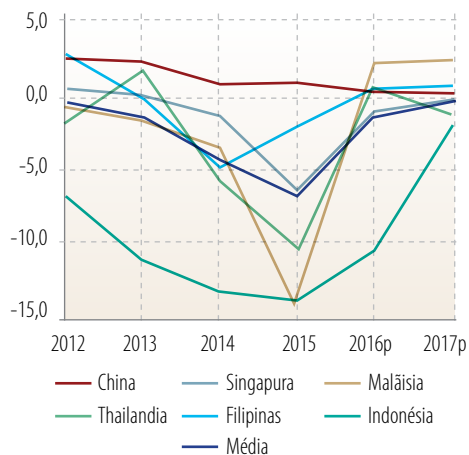
Fonte: IMF WEO

Em 2015, o nível negativo das taxas de inflação regionais em dólares, observadas para praticamente todas as 6 economias, decorreu sobretudo da depreciação das divisas asiáticas face ao dólar, conforme se pode verificar nos gráficos em baixo. De facto, a continuada depreciação generalizada das divisas regionais, depois das descidas registadas em 2013 e 2014, tem sido um dos factores que mais contribuíram para a descida substancial e manutenção de uma inflação historicamente baixa em Timor-Leste, visto que tornam mais baratos os bens e serviços importados.

A redução das taxas de inflação regionais em dólares, deve-se, sobretudo, à depreciação das divisas face ao dólar.

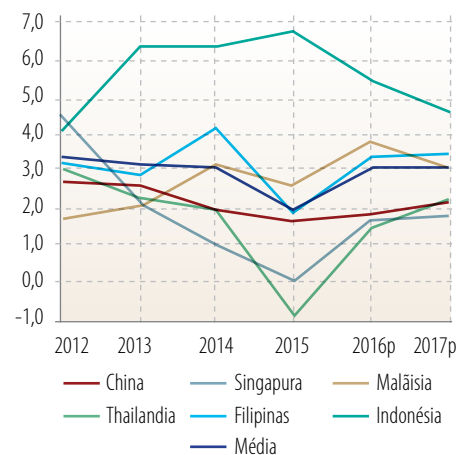
Sendo as taxas de inflação externas em moeda local relativamente estáveis no tempo, conclui-se que os movimentos das moedas dos parceiros face ao dólar são, por sua vez, um factor bastante importante na determinação da inflação doméstica. Note-se ainda que a redução substancial da inflação em Timor-Leste resulta também das descidas de preços internacionais das commodities mais representativas, como o petróleo e os bens alimentares, já referida anteriormente.

► Moedas Asiáticas face ao Dólar - % ano



Fonte: IMF WEO

► Taxas de Inflação externas - % moeda local



Fonte: IMF WEO

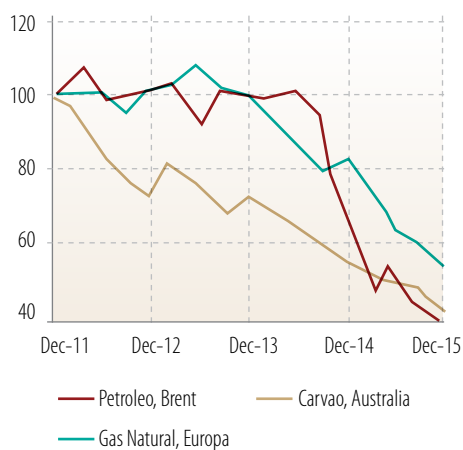
Registou-se uma nova descida significativa do preço do petróleo em 2015....

Tendo em conta a importância deste canal de transmissão, a evolução a prazo da “inflação externa”, determinada fortemente pela evolução cambial, será um dos factores mais influentes na determinação da evolução da inflação doméstica. Neste campo, o BCTL continua a esperar que o dólar se mantenha robusto face às divisas regionais em 2016 e 2017, o que, em conjunto, com a manutenção de taxas de inflação dos parceiros em moeda local controladas, nos leva a prever que a inflação externa se mantenha historicamente reduzida no mesmo horizonte temporal, ajudando a controlar naturalmente as pressões inflacionistas em Timor Leste.

Mercados Energéticos e as Receitas Petrolíferas

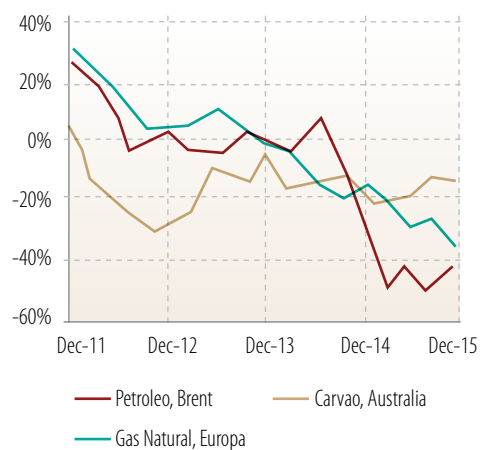
A evolução dos preços do petróleo, gás natural e outros recursos energéticos é bastante volátil, oscilando substancialmente entre períodos de elevados e baixos níveis de preços. Os gráficos em baixo evidenciam estas oscilações e permitem colocar a descida recente dos preços energéticos, numa perspectiva plurianual. Note-se que não são raras as ocasiões em que os preços descem 50% e aumentam mais de 50%, no espaço de 1 ano. Em termos de níveis, a descida abrupta do preço do petróleo a partir do final de 2014 resultou em preços idênticos aos de 2006, anulando todos os ganhos de preços nominais registados nos últimos 9 anos.

► Preços da Energia spot – 2011 Dez = 100



Fonte: Banco Mundial

► Preços da Energia spot – variação % ano



Fonte: Banco Mundial

.... que dificilmente se previa no início do ano.

A evolução dos preços energéticos não é, contudo, fácil de antecipar, visto que resulta tanto da interdependência entre a procura e oferta agregada nos mercados físicos, como, crescentemente, dos efeitos menos mensuráveis e imprevisíveis decorrentes da “financiarização” destes mercados, evidente na expansão do mercado de derivados financeiros e crescente participação de intermediários financeiros e especuladores. Uma prova evidente desta incapacidade de previsão é, claramente, a queda recente do preço do petróleo, cuja velocidade e amplitude não foram, de forma alguma, previstas pela generalidade dos intervenientes e analistas do mercado.

Esta ressalva é importante, porque nos previne de aceitar cenários simplistas e de extrapolarmos maiores descidas de preços, apenas baseados na queda recente do preço do petróleo. Por outro lado, a evolução do preço dos produtos petrolíferos continua a ser bastante importante para Timor-Leste, visto que as receitas petrolíferas continuam a ser centrais no financiamento dos gastos e investimentos públicos domésticos.

Note-se ainda que o impacto das flutuações dos preços energéticos na riqueza petrolífera do país é hoje substancialmente inferior, face ao que acontecia em anos anteriores. Isto decorre do facto de as futuras receitas petrolíferas serem hoje bastante inferiores face ao que já foi extraído das reservas do mar de timor, com a perspectiva da exploração dos campos existentes cessar completamente até 2021. Note-se, assim, que as receitas futuras previstas de 2016 até 2021 ascendem apenas a 1,720 milhões de dólares, o que corresponde a apenas 8% das receitas acumuladas obtidas de 2002 a 2015, no valor de 21,095 milhões.

Tendo em conta as limitações naturais na previsão dos preços necessários para se calcularem as receitas petrolíferas anuais e futuras do país, parece-nos ser mais razoável utilizarem-se vários cenários de preços do petróleo e avaliar o grau de sensibilidade destas receitas ao preço do cenário. O quadro em baixo quantifica o impacto de vários cenários de preços médios do petróleo sobre o valor das receitas petrolíferas, riqueza total e rendimento sustentável estimado (RSE), comparando-as com os valores apresentados no Orçamento de Estado para 2016. Conforme se pode constatar, o Orçamento de 2016 assume um preço médio do petróleo de 74.5 dólares, entre 2016 e 2021, o que é superior ao preço de final de 2015 de 43 dólares. Conforme se pode constatar, como ilustração, caso o preço médio seja de 60 dólares entre 2016 e 2021, o valor actual das receitas petrolíferas desce 1,554 milhões de dólares, inscrito no OGE de 2016, para apenas 1,252 milhões. É ainda importante notar que o RSE, ou seja o rendimento/despesa anual que não esgota a riqueza petrolífera, desce de 533 milhões ano, para apenas 524 milhões.

As receitas petrolíferas futuras são hoje bastante menores do que no passado, reduzindo o impacto das oscilações do preço do petróleo sobre a riqueza petrolífera.

O RSE do OGE de 2016 assume um preço médio do petróleo de 74.5 dólares, substancialmente acima dos preços de mercado ao longo de 2015 e princípio de 2016.

► Sensibilidade do Valor da Riqueta Petrolífera e RSE ao Preço do Petróleo

	Preço=40 usd	Preço=50 usd	Preço=60 usd	Preço=70 usd	Preço=80 usd	OGE 2016
Receitas Petrolíferas						
Preço Medio Petroleo, USD	40	50	60	70	80	74,5
Producao barris milhoes	132	132	132	132	132	132
Valor Nominal	923	1 154	1 385	1 615	1 846	1 720
Valor Actual	834	1 043	1 252	1 460	1 669	1 554
Valor Actives Fundo Petroleo	16 217	16 217	16 217	16 217	16 217	16 217
Riqueza Petrolífera	17 051	17 260	17 469	17 677	17 886	17 771
ESI-% Ano	3%	3%	3%	3%	3%	3%
ESI - 3% x Riq. Petrolífera	512	518	524	530	537	533

Os preços dos activos financeiros influenciam o RSE e, por sua vez, a capacidade de financiamento do OGE

Neste momento, o FP investiu já 60% do seu valor em obrigações e 40% em acções....

....mas apenas em obrigações de taxa de juro fixa e acções

A performance do Fundo depende da evolução dos preços dos títulos nestes 2 mercados...

Em 2015 o Fundo registou uma perda global, justificada sobretudo pela apreciação do dólar face às moedas de investimento.

....assim como da evolução dos mercados cambiais, visto que o Fundo investe em moedas que não o dólar.

Mercados Financeiros e o Fundo Petrolífero

Por último, abordamos ainda um outro canal de transmissão dos desenvolvimentos internacionais a nossa economia, que se relaciona com o Fundo Petrolífero criado para gerir eficientemente a riqueza mineral do país. O mecanismo de funcionamento deste canal é semelhante ao do preço do petróleo, na medida em que a evolução dos preços dos activos financeiros internacionais determinam o valor do Fundo Petrolífero e, por sua vez, o valor do Rendimento Sustentável. Na medida em que afectam estes 2 agregados, os preços dos activos financeiros acabam por influenciar o montante das receitas disponíveis para financiar o Orçamento de Estado e, conseqüentemente, o ritmo e dimensão das políticas de gastos e investimentos públicos.

O Fundo Petrolífero (FP) fechou o ano de 2015, com o valor dos activos financeiros a ascender a 16,217 milhões de dólares, investidos maioritariamente (60%) em obrigações do Tesouro dos países mais desenvolvidos e em acções (40%) de milhares de empresas sediadas nestes mesmos países. Pela primeira vez na sua história, o FP registou uma descida do valor dos seus activos de 322 milhões de dólares. Desde a sua criação, o FP tem vindo a alargar o seu universo de investimento, começando, primeiro, por apenas investir em títulos do Tesouro Norte-Americanos, passando depois por investir gradualmente em acções e, por fim, estendendo os investimentos a obrigações de vários Tesouros mundiais. O alargamento gradual do mandato de investimento regeu-se pela procura crescente de um retorno esperado mais elevado para o Fundo e pela maior diversificação dos investimentos e mercados considerados.

Naturalmente, este desenvolvimento institucional expõe o Fundo a novos riscos e mercados, mas que, beneficiando da diversificação entre a evolução dos preços dos vários activos, permite construir uma Carteira mais sólida e cujo retorno é mais eficiente, para o nível de risco desejado. Actualmente, o Fundo investe apenas em obrigações de taxa de juro fixa e acções, pelo que os juros das obrigações e os dividendos das acções providenciam, ao Fundo, um rendimento fixo e constante, pelo menos *a priori*. Naturalmente, ao investir em títulos obrigacionistas e acções, o Fundo beneficia das subidas dos respectivos valores de mercado, ou, pelo contrário, pode ser prejudicado pela sua descida. Assim sendo, os principais riscos financeiros do Fundo correspondem a eventuais perdas decorrentes da descida dos preços das obrigações, ou das acções adquiridas. Adicionalmente, uma vez que o FP investe em vários mercados nacionais, denominados em moedas diferentes do dólar, o Fundo também se encontra exposto ao risco cambial dos investimentos, entendido como a possibilidade de depreciação das várias moedas de investimento face ao dólar. Em suma, o risco financeiro do FP inclui 3 tipos de riscos: risco accionista, ou risco de descida dos preços dos principais mercados accionistas mundiais, risco de taxa de juro, que corresponde ao risco de queda dos preços das obrigações do tesouro; e risco cambial, que consiste no risco de depreciação das moedas de investimento face ao dólar.

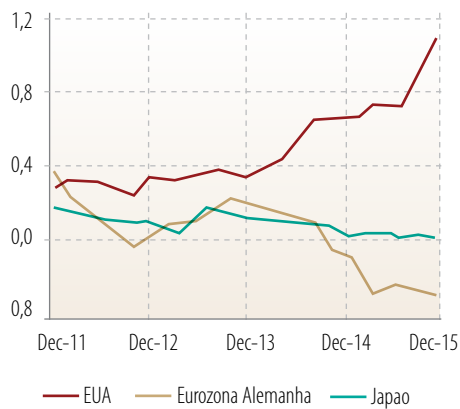
A evolução dos preços dos activos do FP e das várias moedas de investimento consiste, assim, no verdadeiro canal de transmissão entre os mercados internacionais, o valor do FP e o valor do rendimento sustentável esperado. Em termos de retornos, o ano de 2015 foi ligeiramente negativo para o FP, uma vez que as perdas registadas nos investimentos accionistas (-0.41%) foram superiores aos ligeiros ganhos registados nos mercados obrigacionistas (0.11%). Em termos de factores explicativos, a apreciação do dólar face às moedas de investimento foi o elemento mais negativo, resultando em perdas no ano de 302 milhões de dólares, as quais se somaram as perdas cambiais

de 426 milhões já registadas em 2014. Este impacto foi mais visível na carteira de investimentos acionistas, cuja exposição a moedas diferentes do dólar é substancialmente superior à da carteira de obrigações.

Nos mercados de títulos do Tesouro mundiais, a generalidade das taxas de juro, nos vários mercados e prazos, mantiveram-se em níveis semelhantes aos de 2014, com excepção dos prazos mais curtos no mercado dos EUA. Esta relativa estabilidade das taxas de juro permitiu ao FP acumular o rendimento dos cupões recebidos, com o valor de mercado das obrigações a manter-se praticamente inalterado.

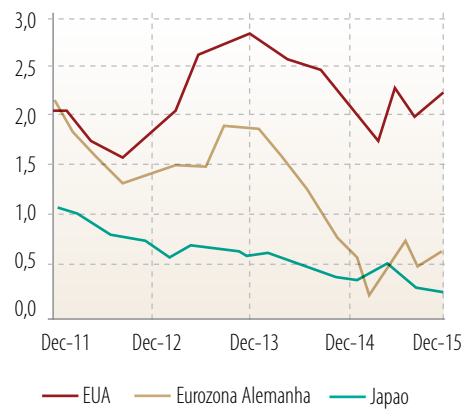
Os investimentos em títulos de Tesouros registaram ligeiros ganhos.

► Taxas de Juro a 2 Anos - % ano



Fonte: Bloomberg

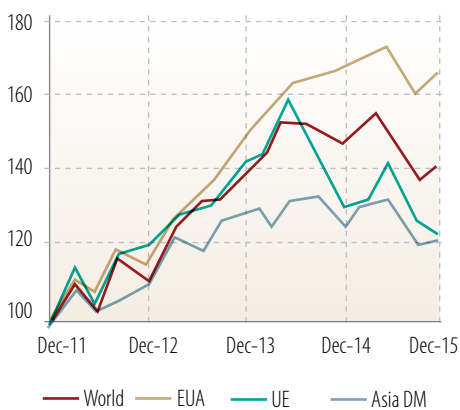
► Taxas de Juro a 10 Anos - % ano



Fonte: Bloomberg

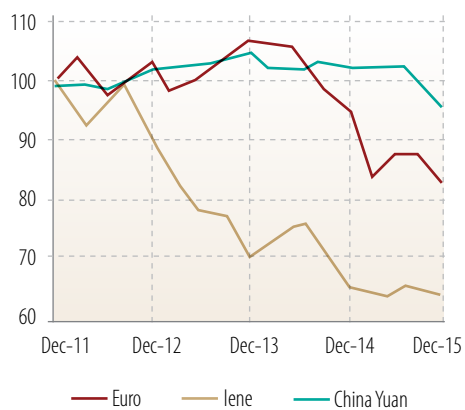
Em termos dos mercados accionistas, como se pode observar em baixo, a apreciação do dólar resultou na perda de valor do benchmark accionista do fundo (linha preta – World), com o mercado accionista norte-americano a manter-se praticamente inalterado em 2015. O impacto negativo da depreciação das moedas europeias é particularmente visível na descida do valor das acções de empresas europeias (linha verde).

► Mercados Accionistas – 2011 Dez = 100



Fonte: Bloomberg

► Moedas face ao USD – 2011 Dez = 100



Fonte: Bloomberg

O valor do FP continua a depender substancialmente da evolução dos preços em dólares dos vários activos financeiros.

Em suma, o Fundo Petrolífero detém hoje uma carteira de títulos extremamente diversificada e investida nos principais mercados accionistas e obrigacionistas mundiais, o que lhe permite otimizar o respectivo perfil de retorno-rendimento. Contudo, dados os investimentos substanciais em obrigações e acções globais, podemos concluir que o valor e rendimento do FP se encontra intrinsecamente dependente da evolução dos preços globais destes activos, que é naturalmente afectada pela evolução do dólar face às divisas dos respectivos investimentos.

Num quadro de análise temporal mais longo, não nos parece marginal, hoje, o risco de que os mercados accionistas e obrigacionistas venham a registar perdas, dadas as actuais elevadas valorizações dos mercados accionistas e o nível historicamente baixo das taxas de juro das obrigações. Contudo, o alongado horizonte temporal do Fundo e o seu quadro institucional, dever-nos-ão permitir enfrentar as oscilações dos mercados de uma forma racional e até beneficiar dos episódios de descidas de preços, que regularmente se manifestam nos mercados.