

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2018



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
O que está por trás do aumento do preço do petróleo?

ECONOMIA INTERNACIONAL
As chaves para o crescimento global: uma análise transversal

ECONOMIA PORTUGUESA
O que explica a reduzida taxa de inflação portuguesa?

ECONOMIA ESPANHOLA
Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos

DOSSIER: A ECONOMIA DA PARTILHA

De fenómeno emergente a peça fundamental da revolução digital

A economia da partilha (sharing economy) e o turismo

A economia da partilha (sharing economy) e o mercado de trabalho

Os desafios da regulação

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 2018

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research.

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Macroeconomia e Mercados Financeiros

Estel Martín

Diretora de Estratégia Bancária

Data de fecho desta edição:

30 de junho de 2018

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 SUMÁRIO EXECUTIVO

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O que está por trás do aumento do preço do petróleo?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Crescimento nos EUA: o poder do capital humano*

16 *As chaves para o crescimento global: uma análise transversal*

18 *A importância das pressões salariais na determinação dos preços*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *O que explica a reduzida taxa de inflação portuguesa?*

25 *A boa evolução do setor externo português em 2018*

27 ECONOMIA ESPANHOLA

29 *Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos*

32 DOSSIER: A ECONOMIA DA PARTILHA

32 *De fenómeno emergente a peça fundamental da revolução digital*

34 *A economia da partilha (sharing economy) e o turismo*

36 *A economia da partilha (sharing economy) e o mercado de trabalho*

38 *Os desafios da regulação perante a economia da partilha (sharing economy)*

O novo mundo da economia colaborativa

A economia de partilha ou *sharing economy* vem de há muito tempo. Há uns anos, o estudante que anunciava aulas de explicações no quadro de anúncios da padaria do bairro já participava na economia colaborativa. Hoje, apesar de ainda ser possível ver este tipo de anúncios, as plataformas digitais deslocaram o quadro de cortiça como ponto de encontro entre fornecedores e utilizadores, tendo-se tornado num modelo de negócio.

Ao reduzir os custos de transação, as plataformas digitais expandem enormemente o alcance potencial da economia colaborativa. Em certos setores, como o do alojamento, transporte de pessoas ou serviços para habitação, o seu crescimento nos últimos anos tem sido espetacular.

Certamente, esta expansão da economia colaborativa cria novas oportunidades. Para os potenciais fornecedores são métodos de trabalho flexíveis ou novas fontes de rendimentos, como no caso de uma pessoa que decide dedicar algumas horas por semana para fazer entregas ao domicílio ou uma família que aluga o quarto de um filho que se emancipou. Para os consumidores, oferece novos serviços, maior diversidade de oferta e preços mais baixos. Para toda a sociedade, a economia colaborativa pode contribuir para um uso mais eficiente dos recursos (por exemplo, dividir carro para uma viagem de longa distância).

O potencial da economia colaborativa também levanta a necessidade de esclarecer o quadro regulamentar sob o qual as plataformas e os seus participantes devem desenvolver as suas atividades. Em primeiro lugar, para fornecer uma segurança jurídica necessária, um ingrediente essencial para que qualquer atividade económica floresça, com todo o seu esplendor. Por exemplo, neste sentido devem estar bem assentes aquelas condições nas quais uma pessoa que oferece os seus serviços numa plataforma seja considerada um trabalhador por conta própria e aquelas nas quais seja considerada um trabalhador por conta de outrem. A diferença é relevante porque os direitos do trabalho de uns e de outros são muito diferentes. E, também, porque esta determinação define implicitamente quem é o fornecedor de serviços, se é a plataforma ou o trabalhador. Vão existir zonas de «sombra», mas uma boa legislação deve tentar minimizá-las.

A boa regulamentação também deve evitar a concorrência desleal. A economia colaborativa não deve ser uma brecha para a arbitragem regulamentar ou para a economia paralela. Existe a necessidade de um terreno de jogo equilibrado para todos os concorrentes que oferecem serviços equivalentes. Ao mesmo tempo, é importante ter em conta critérios de proporcionalidade. As exigências não devem ser as mesmas para alguém que aluga uma casa por alguns dias durante o ano, ou para um empreendedor que aluga apartamentos de um prédio inteiro durante vários dias por ano. Os limites entre estas duas atividades devem ser claros e parece lógico que os requisitos exigidos a esta última devem ser idênticos aos aplicados a um hotel de apartamentos com o mesmo tamanho. Em termos de tributação, as plataformas também podem ajudar as autoridades fiscais e os contribuintes a cumprirem as suas obrigações.

Na economia colaborativa, como acontece com frequência, a realidade antecipa-se às leis. Deve-se evitar, pelo menos, que as leis estejam muito atrasadas.

Esperamos que gostem de ler o Dossier, a restante *Informação Mensal* e, obviamente, que gozem de umas férias bem merecidas.

Cronologia

JUNHO 2018

- 13** A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. colocando-a no intervalo 1,75%-2,00%.
- 14** O BCE anuncia que as compras líquidas de ativos vão diminuir para 15.000 milhões de euros mensais a partir de outubro e vão finalizar em dezembro de 2018.

ABRIL 2018

- 13** A agência de classificação Moody's eleva o *rating* de Espanha, de Baa2 para Baa1.

FEVEREIRO 2018

- 5** Jerome Powell assume a presidência da Reserva Federal dos EUA substituindo Janet Yellen.

MAIO 2018

- 8** Os EUA abandonam o acordo nuclear com o Irão alcançado em 2015 e anunciam o restabelecimento das sanções.
A Argentina pede ajuda financeira ao FMI para enfrentar os importantes desequilíbrios macroeconómicos do país.
- 31** Os EUA impõem taxas aduaneiras às importações de aço e alumínio provenientes da Europa, México e Canadá.

MARÇO 2018

- 8** O presidente Donald Trump impõe taxas aduaneiras às importações de aço e alumínio.
- 21** A Fed aumenta a taxa oficial em 25 p. b. até a situar no intervalo 1,50%-1,75%.

JANEIRO 2018

- 19** A agência de classificação Fitch eleva o *rating* de Espanha, de BBB+ para A-.
- 31** A Autoridade Bancária Europeia (EBA) lança o teste de *stress* da banca europeia para o período 2018-2020.

Agenda

JULHO 2018

- 3** Espanha: inscritos na Seg. Social e desemprego registado (junho).
- 11** Portugal: IPC (junho).
- 16** Espanha: contas financeiras (1T).
China: PIB (2T).
- 18** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 19** Portugal: créditos e depósitos (maio).
- 26** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
Espanha: inquérito de população ativa (2T).
Portugal: execução orçamental (junho).
- 27** EUA: PIB (2T).
- 30** Espanha: evolução do IPC (julho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
- 31** Espanha: PIB (2T).
Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Zona Euro: PIB (2T).

AGOSTO 2018

- 31-1** Comité Monetário da Fed.
- 2** Espanha: inscritos na Seg. Social e desemprego registado (julho).
- 6** Japão: PIB (2T).
- 8** Portugal: emprego (2T).
- 14** Zona Euro: PIB (2T).
Portugal: PIB (2T).
- 20** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (junho).
- 22** Portugal: créditos e depósitos (junho).
- 27** Portugal: execução orçamental (julho).
- 30** Espanha: evolução do IPC (agosto).
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31** Portugal: PIB (2T) - detalhe.

Crescimento sólido num contexto volátil

A economia mundial navega com ondulação. A atividade global fechou o primeiro semestre do ano com um crescimento dinâmico, em patamares próximos de 3,8% em 2017. Estes números positivos, provenientes de bons registos nas economias avançadas e emergentes, contrastam com a intensificação dos riscos de queda, especialmente aqueles de natureza geopolítica e comercial, e uma mudança de tendência no contexto financeiro. Por um lado, ao longo do semestre, o governo norte-americano adotou uma orientação mais agressiva ao nível da política externa, com medidas como a reintrodução de sanções económicas à Rússia e ao Irão ou a ameaça de uma guerra comercial com a China e com outros parceiros como a UE. De facto, em junho, os EUA anunciaram um aumento das taxas aduaneiras sobre as importações chinesas e ativaram taxas aduaneiras sobre as importações de aço e alumínio com origem na UE, México e no Canadá (que provocaram retaliações da Europa, com um aumento recíproco das taxas aduaneiras sobre as importações dos EUA). Embora o impacto direto de todas estas medidas seja pequeno (afetando apenas 1,5% dos fluxos comerciais de bens a nível global), as suas consequências podem ser muito mais negativas se acabarem por afetar o sentimento de investimento e a confiança do consumidor. Neste mesmo sentido, nos mercados financeiros, os receios de uma vaga protecionista global e de maiores tensões geopolíticas trouxeram um aumento da aversão ao risco e desencadearam picos de volatilidade, com correções nos mercados de ações, aumentos dos prémios de risco e desvalorizações das moedas emergentes. Assim, no final do semestre, o contexto financeiro dos últimos anos com uma volatilidade muito baixa parece estar muito distante.

A política monetária torna-se menos acomodatória. A mudança na perspetiva financeira em direção a um contexto mais volátil não só respondeu às tensões geopolíticas, como também é consequência de um aperto gradual da política monetária a nível global. Especificamente, a melhoria do cenário macroeconómico está a permitir à Reserva Federal dos EUA reduzir de forma sustentável o estímulo monetário, uma situação que está a começar a forçar as condições financeiras internas e internacionais (as economias emergentes foram especialmente penalizadas pela força renovada do dólar). No passado mês de junho, a Fed deu continuidade a esta dinâmica com um novo aumento da taxa de juro de referência (a segunda até agora no decorrer do ano), até elevá-la para o intervalo de 1,75%-2,00%. Além disso, apresentou uma visão muito positiva do cenário macroeconómico norte-americano, com o qual reiterou a intenção de manter o ritmo de subida de taxas de juro nos próximos trimestres. De facto, os

indicadores disponíveis indicam que os EUA cresceram fortemente no primeiro semestre do ano. No entanto, a economia tem em mãos o desafio de manter um bom ritmo de crescimento sem o apoio de uma política fiscal expansionista, que provavelmente vai desaparecer em meados do próximo ano.

A Europa consolida a fase de expansão do ciclo. Ao contrário dos EUA, a Zona Euro está numa fase menos madura do ciclo e mantém uma perspetiva positiva, apesar de um início de ano menos dinâmico. Particularmente, fatores de natureza temporária (clima adverso, greves e surtos anormais de gripe no norte da Europa), bem como a volatilidade do setor externo, desempenharam um papel fundamental na desaceleração dos indicadores nos primeiros meses do ano. No entanto, a procura interna mostrou um crescimento mais forte e reforça a visão de que a Zona Euro consolidou-se durante a fase de expansão do ciclo. Precisamente, fruto desta visão, no passado mês de junho, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou que em dezembro de 2018 vai finalizar as compras líquidas de ativos. No entanto, nos trimestres seguintes, o BCE vai manter umas condições financeiras acomodatórias ao não alterar as suas taxas de juro de referência e ao permanecer presente nos mercados através do reinvestimento do capital de ativos que vençam no seu balanço.

Portugal consolida o cenário positivo e a economia espanhola fecha o semestre com bons registos de atividade. Tal como acontece na Zona Euro, os fatores temporários fizeram com que a desaceleração do crescimento no primeiro semestre de 2018 fosse também perceptível na economia portuguesa. No entanto, o consumo privado e o investimento continuaram a evoluir solidamente, refletindo a firmeza do cenário macroeconómico e o assentar de Portugal na fase expansionista do ciclo económico. Por outro lado, em Espanha, os indicadores mostram que a atividade está a progredir fortemente e, segundo o modelo de previsão do PIB do BPI Research, no 2T de 2018 o crescimento em cadeia terá sido de 0,66%, praticamente o mesmo registo do 1T (0,7%). Para o segundo semestre do ano, esperamos que o crescimento continue a abrandar de forma gradual, dado que alguns dos fatores que o impulsionaram nos últimos anos estão a perder força. No entanto, as condições financeiras acomodatórias e os pontos fortes internos da economia espanhola (criação estável de emprego, ganhos na competitividade externa e progressos na correção de desequilíbrios macroeconómicos) vão continuar a suportar um crescimento robusto.

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,25
Libor 3 meses	3,62	0,69	0,98	1,61	2,80	3,29	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	3,00	3,42	3,30
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	3,35	3,75	3,55
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	0,25
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,77	-0,35	-0,34	-0,35	-0,10	0,40
Euribor 1 mês	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,34	-0,08	0,42
Euribor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,32	-0,04	0,44
Euribor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,22	0,12	0,62
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,12	0,27	0,79
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,45	0,08	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,70	1,26	1,96
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,06	0,70	1,45
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,50	1,13	1,86
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,50	2,01	2,66
Prémio de risco	11	192	114	110	80	75	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,08	0,83	1,74
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,73	1,41	2,24
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,95	2,46	3,11
Prémio de risco	19	369	346	149	125	120	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD	1,13	1,33	1,05	1,18	1,21	1,23	1,24
EUR/JPY	129,50	127,13	122,41	133,70	131,89	129,15	127,72
USD/JPY	115,34	96,09	116,06	113,02	109,00	105,00	103,00
EUR/GBP	0,66	0,83	0,85	0,88	0,87	0,86	0,84
USD/GBP	0,59	0,62	0,80	0,75	0,72	0,70	0,68
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	68,00	66,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	56,20	53,66	53,23

Nota: Os dados correspondem à média do último mês do período, exceto quando é especificado o contrário.

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,2	3,8	3,9	3,8	3,7
Países desenvolvidos	2,6	1,1	1,7	2,3	2,3	2,1	1,8
Estados Unidos	2,7	1,3	1,5	2,3	2,7	2,2	1,9
Zona Euro	2,2	0,2	1,8	2,6	2,2	2,0	1,7
Alemanha	1,7	0,9	1,9	2,5	2,2	2,0	1,8
França	2,0	0,5	1,1	2,3	2,0	2,0	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,0	1,6	1,2	1,0	1,0
Portugal	1,5	-0,6	1,6	2,7	2,3	2,1	2,0
Espanha	3,8	-0,4	3,3	3,1	2,8	2,4	2,3
Japão	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,1	0,9
Reino Unido	2,7	0,9	1,9	1,8	1,2	1,6	1,9
Países emergentes	6,6	5,2	4,4	4,8	5,0	5,0	5,0
China	10,5	8,6	6,7	6,9	6,5	6,3	6,0
Índia	7,2	6,7	7,9	6,2	7,5	7,5	7,5
Indonésia	5,1	5,8	5,0	5,1	5,4	5,6	5,9
Brasil	3,6	2,3	-3,5	1,0	2,1	2,6	2,6
México	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,4	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,2	3,2	2,9
Rússia	7,2	1,1	-0,2	1,5	1,8	2,3	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	4,5	3,2	3,7
Polónia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,8	3,3	2,9
África do Sul	4,4	2,0	0,7	1,3	1,2	1,8	1,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,9	2,8	3,0	3,3	3,3	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	1,9	1,8	1,9
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	2,0
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,6	1,7	1,8
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,7	1,9	1,9
França	1,8	1,3	0,3	1,2	1,8	1,8	1,8
Itália	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,5	1,6
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Espanha	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Japão	-0,3	0,4	-0,1	0,5	0,8	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,4	2,2	2,1
Países emergentes	6,7	6,0	4,3	4,0	4,4	4,3	4,1
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,6	5,0	4,7
Indonésia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,5	4,4	4,6
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,3	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,4	3,8	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	11,2	9,9	8,1
Polónia	3,5	2,3	-0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
África do Sul	5,3	6,1	6,3	5,3	4,9	5,4	5,1

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,5	2,1	2,3	2,4	1,8	1,7
Consumo das A. P.	2,3	-0,8	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	1,5	9,2	5,3	4,9	4,5
Bens de equipamento	1,3	-1,0	5,2	13,8	7,4	6,5	5,5
Construção	-1,6	-7,0	-0,3	9,2	5,5	6,2	5,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,5	-1,4	1,7	2,9	2,6	2,1	1,9
Exportação de bens e serviços	5,2	3,4	4,4	7,9	6,5	5,3	4,8
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,2	7,9	6,6	5,1	4,4
Produto interno bruto	1,5	-0,6	1,6	2,7	2,3	2,1	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,4	1,2	3,3	2,2	1,3	0,9
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,6	6,9	6,4
Índice de preços no consumidor	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-9,4	-4,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	1,3	1,3	1,2
Saldo público (acum., % PIB) ²	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,8	-0,9	-0,9

Notas: 1. Acumulado quatro trimestres. 2. Acumulado quatro trimestres. A partir de 2018, não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-1,1	2,9	2,4	2,6	2,0	1,9
Consumo das A. P.	5,0	0,8	0,8	1,6	1,5	0,8	0,7
Formação bruta de capital fixo	6,0	-4,2	3,3	5,0	3,4	3,0	2,7
Bens de equipamento	5,4	-0,3	4,9	6,1	1,6	2,6	2,4
Construção	6,2	-7,0	2,4	4,6	4,8	3,2	2,9
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,6	-1,6	2,5	2,8	2,5	1,9	1,8
Exportação de bens e serviços	4,8	2,4	4,8	5,0	3,7	4,2	4,1
Importação de bens e serviços	7,1	-1,4	2,7	4,7	3,2	3,2	2,9
Produto interno bruto	3,8	-0,4	3,3	3,1	2,8	2,4	2,3
Outras variáveis							
Emprego	3,4	-1,9	3,0	2,8	2,2	2,1	2,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,4	13,7	12,0
Índice de preços no consumidor	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,8	1,9	2,0
Custos de trabalho unitários	3,3	0,4	-0,6	-0,1	0,5	1,8	2,4
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-6,0	-2,1	1,9	1,9	1,6	1,7	1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-5,3	-1,7	2,2	2,1	1,8	1,9	1,8
Saldo público (acum., % PIB) ²	0,4	-7,3	-4,3	-3,1	-2,6	-1,9	-1,3

Notas: 1. Acumulado quatro trimestres. 2. Acumulado quatro trimestres. A partir de 2018, não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões

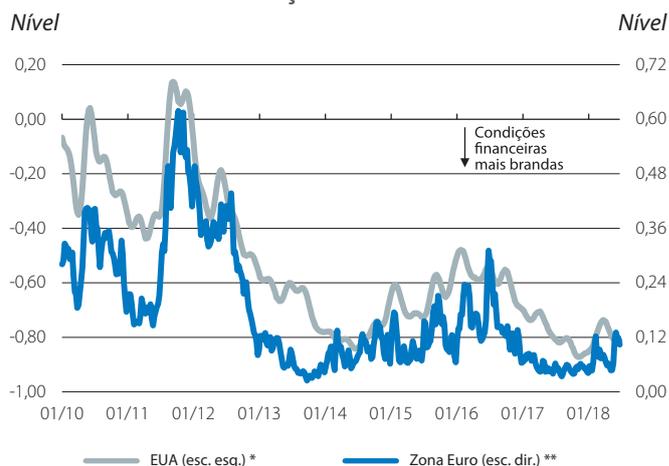
A indecisão predomina nos mercados financeiros

Os mercados encerram um semestre volátil. O contexto financeiro mudou nos primeiros seis meses de 2018 e deixou para trás o regime de baixa volatilidade dos últimos anos. Ao longo deste primeiro semestre do ano, as bolsas sofreram diferentes episódios de perdas, as taxas de juro subiram, os prémios de risco da dívida soberana e corporativa mostraram instabilidade e o dólar fortaleceu face às principais moedas avançadas e emergentes. A mudança de perspetiva tem sido impulsionada, por um lado, pela tendência menos acomodatória dos bancos centrais das economias avançadas, refletindo um cenário macroeconómico positivo. Além disso, o semestre trouxe um aumento na aversão ao risco devido aos temores de uma vaga protecionista global e de maiores tensões geopolíticas. Ambos elementos também estiverem presentes em junho na situação financeira. Ao nível dos bancos centrais, a Fed aplicou um novo aumento das taxas de juro e o BCE anunciou que vai finalizar as compras líquidas de ativos em dezembro de 2018. Apesar destas decisões não terem surpreendido os investidores, um novo aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China (além de outros parceiros de negócios, como a UE) e uma certa prevalência da incerteza política em Itália pesou mais uma vez sobre as cotações financeiras que fecharam o mês de junho com oscilações.

A Fed reforça o aperto da política monetária norte-americana. Na sua reunião de junho, a Fed aumentou a sua taxa de juro objetivo em 25 p. b. pela segunda vez este ano, colocando-a no intervalo 1,75%-2,00%. Esta decisão foi apoiada por uma visão muito positiva do cenário macroeconómico, segundo a qual os membros da Fed esperam que a atividade dos EUA continue a crescer acima do seu potencial e que o mercado de trabalho permaneça no pleno emprego nos próximos anos. Desta forma, a Fed reiterou a necessidade de prosseguir com o endurecimento gradual das condições financeiras com novos aumentos das taxas de juro nos próximos trimestres. Especificamente, os membros da Fed esperam fazer entre quatro e cinco novos aumentos de taxas de juro até ao final de 2019, uma trajetória em linha com o cenário do BPI Research, mas um pouco mais agressiva do que a descontada pelas cotações financeiras. Embora os mercados tenham recebido estes anúncios sem grandes movimentos, no conjunto do mês as taxas de juro soberanas dos EUA demonstraram volatilidade, com uma recuperação de cerca de 15 p. b. nos primeiros 15 dias do mês que se desfez na segunda quinzena devido ao novo aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China.

O BCE anuncia o fim do QE na sua reunião de junho, afirmando que vai manter as compras líquidas a um ritmo de 30.000 milhões por mês até setembro, reduzindo-as para 15.000 milhões mensais a partir de outubro e finalizando-as em dezembro de 2018. O BCE baseou o seu anúncio na firmeza do cenário económico e na consolidação da Zona Euro na fase de expansão do ciclo, mas lembrou que a subutilização dos recur-

Indicadores das condições financeiras

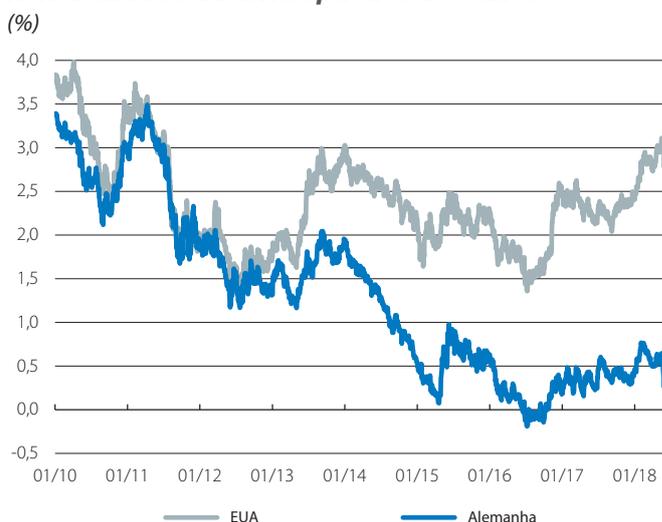


Notas: * Índice de condições financeiras da Reserva Federal de Chicago.

** Indicador de stress sistémico do BCE (média móvel de duas semanas).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

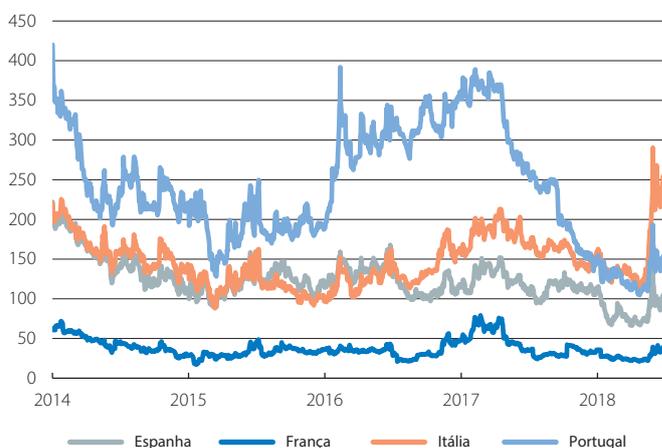
Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos

(p. b.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

os ainda é alta e que as pressões inflacionistas continuam a ser moderadas, razão pela qual requerem o apoio de um contexto financeiro acomodaticioso. Assim, o BCE anunciou que vai manter as taxas de juro inalteradas até pelo menos o verão de 2019 e reiterou que vai continuar a estar presente nos mercados financeiros por intermédio do reinvestimento de capital em ativos que vençam no seu balanço. Face a estes anúncios, as taxas de juro soberanas dos países da Zona Euro apresentaram uma tendência de queda, refletindo claramente que os investidores focaram mais a atenção na orientação futura das taxas de juro de referência do que no fim das compras líquidas. Por outro lado, os prémios de risco na periferia continuaram a diminuir recuperando do episódio de aversão ao risco em torno da Itália, embora ainda fechassem o mês em níveis relativamente altos.

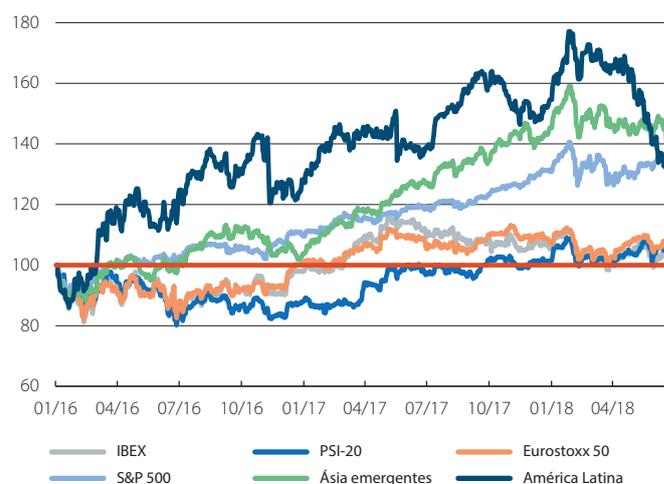
Bolsas internacionais com oscilações. Os principais índices bolsistas internacionais iniciaram o mês de junho com uma tendência construtiva e registaram ganhos de mais de 3% nas economias avançadas. No entanto, a meados do mês, as bolsas entraram em terreno negativo devido a um novo cenário de tensões entre os EUA e os seus parceiros comerciais. Assim, os índices das economias emergentes e da Zona Euro sofreram perdas no resto do mês e fecharam junho em terreno negativo (Eurostoxx 50 -0,3%, DAX -2,4%, CAC -1,4% e MIB -0,7%), exceção feita a Espanha e Portugal (IBEX +1,7% e PSI +1,1%), enquanto as bolsas norte-americanas conseguiram terminar, de forma geral, com crescimentos ligeiros (S&P 500 +0,5%, Dow Jones -0,6% e Nasdaq +1,0%).

O dólar mantém sua força no mercado cambial. Em junho, o dólar continuou com a dinâmica de valorização iniciada no início de abril, tendo fortalecido face às principais moedas internacionais. Assim, entre as economias avançadas, o euro oscilou em torno dos 1,16 dólares, enquanto nas economias emergentes, praticamente todas as moedas desvalorizaram. O peso argentino (-13,7%) e a lira turca (-1,4%, ao recuperar terreno após a vitória eleitoral do atual presidente Recep Tayyip Erdoğan) foram novamente penalizados, enquanto o peso mexicano acabou praticamente estável no período que antecede as eleições de 1 de julho.

A OPEP e os seus parceiros suavizam os cortes na produção de petróleo e vão aumentar o teto de produção em 1 milhão de barris por dia (mb/d) (de 32,5 mb/d até agora) a partir de julho. De qualquer forma, dado que vários países já estão a produzir a plena capacidade, as estimativas indicam que o aumento efetivo será de cerca de 700.000 barris. Conforme foi analisado no Focus «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?», neste mesmo *IM*, o anúncio veio após alguns meses de aumentos elevados do preço do petróleo devido, entre outros fatores, ao excesso de cumprimento dos cortes da produção e à força da procura global. Neste contexto, o preço do barril de Brent oscilou em torno dos 75 dólares, sem mostrar uma tendência descendente após o anúncio da OPEP, e fechou o mês com uma nova recuperação alcançando os 78 dólares.

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2016)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas internacionais face ao dólar

(Índice)

(Dólares por euro)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

O que está por trás do aumento do preço do petróleo?

O preço do petróleo aumentou mais de 70% nos últimos 12 meses, de 45 dólares por barril de Brent em junho de 2017 para cerca de 80 dólares em maio de 2018. Assim, após três anos de preços baixos, o petróleo voltou a níveis que não eram observados desde o final de 2014. Quais são os fatores que forçam este aumento nos preços do petróleo? Pode comprometer o crescimento da economia mundial? Analisamos a seguir.

Os fatores que estão por trás do aumento do preço do petróleo

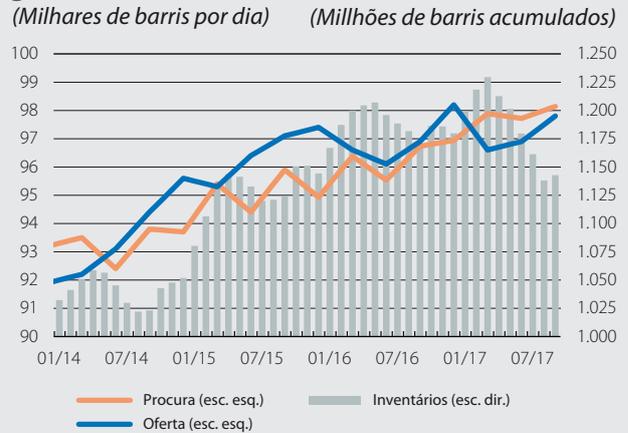
No início de 2017, o mercado do petróleo estava numa situação em que a oferta excedia persistentemente a procura e, desta forma, acumulou-se uma importante almofada de *stocks* de petróleo (ver o 1º gráfico). No entanto, o preço do barril de Brent recuperou das quedas de 2014 e 2015, e ficou estável em torno dos 55 dólares por barril. Por um lado, a recuperação deveu-se ao acordo de corte de produção que a OPEP e outros grandes produtores, como a Rússia, fecharam em novembro de 2016.¹ Por outro lado, os *stocks* acumulados proporcionaram uma almofada de segurança que reduziu a volatilidade do preço do petróleo, isolando-o (parcialmente) dos episódios de instabilidade geopolítica.

No entanto, a partir de junho de 2017 o petróleo iniciou uma forte trajetória ascendente, impulsionado por fatores de oferta e procura. Do lado da oferta, o primeiro gráfico mostra como o acordo para o corte da produção entre os países da OPEP e seus parceiros conseguiu conter e até reduzir a oferta mundial de petróleo. Além disso, os cortes na produção de petróleo foram claramente mais altos do que o acordado, como é possível observar no segundo gráfico.² Face a esta redução e estabilização da oferta, esperava-se que a produção de petróleo bruto dos EUA recuperasse fortemente e conseguisse manter o preço do barril de Brent entre 50 e 60 dólares. No entanto, nos últimos trimestres a infraestrutura petrolífera dos EUA tem sido limitada por estrangulamentos e não conseguiu compensar o efeito dos cortes da OPEP.³

À contenção da oferta somou-se, do lado da procura, uma forte evolução da economia mundial, que surpreendeu positivamente e provocou uma importante significativa revisão em alta das previsões de crescimento. De facto, o terceiro gráfico mostra uma associação muito clara entre o aumento dos preços do petróleo e as melhores perspectivas para o PIB global. Finalmente a combinação destas

1. Para uma análise do acordo e as razões que o motivaram, ver o Focus «Acordo dos produtores de petróleo: o retorno do cartel» no IM01/2017.
 2. Parte desta superação (embora não toda) deve-se à forte crise económica da Venezuela e ao colapso da sua produção de petróleo: em maio de 2018 forneceu menos 600 mil barris por dia do que em maio de 2017.
 3. Ver Kaplan, R. S. (2018) «A Perspective on Oil», discurso de 19 de junho.

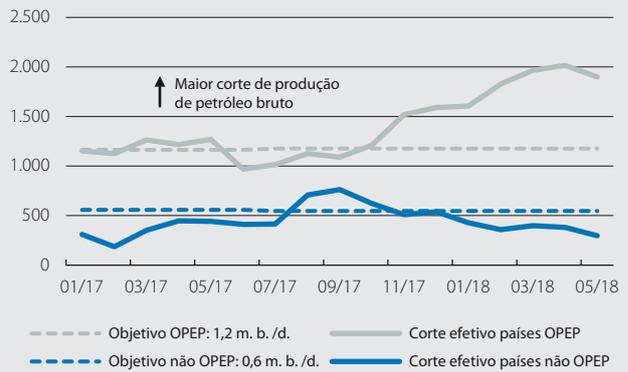
Petróleo: oferta, procura e inventários globais



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg, do Dep. de Energia dos EUA e do FMI.

Cortes na produção de petróleo: índice de cumprimento

Cortes observados e cortes objetivo (milhares de barris por dia)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg, do Dep. de Energia dos EUA e da OPEP.

Preço do petróleo e expectativas de crescimento do PIB mundial



Nota: * Previsões de consenso da Bloomberg.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

dinâmicas de oferta e procura resultou numa redução substancial da almofada do *stock* de crude, o que explicaria a maior volatilidade do preço do petróleo e sua sensibilidade renovada aos riscos geopolíticos. Neste sentido, é provável que a recente reintrodução de sanções económicas ao Irão também tenha contribuído para o aumento do preço do crude (não apenas pelo impacto direto que terá nas exportações de petróleo, mas também por aumentar o risco de conflitos geopolíticos na região do Golfo Pérsico).

Embora haja consenso sobre o papel desempenhado por todos estes fatores, ainda não se sabe qual tem sido a sua importância relativa e as estimativas variam consideravelmente de acordo com a metodologia utilizada. Por exemplo, a Reserva Federal de Nova Iorque divide as flutuações no preço do petróleo em fatores de oferta e procura com base na sua relação com um universo de variáveis financeiras. Os seus resultados, reproduzidos no quarto gráfico, indicam que a procura seria responsável por cerca de 50% do aumento do preço, enquanto a oferta explicaria 20% do aumento (o modelo atribui os 30% restantes a outros fatores que não pode explicar). Por outro lado, a partir da análise da produção e do consumo de petróleo no passado, bem como do acumular de *stocks* (que refletem as expectativas sobre o futuro equilíbrio entre a oferta e a procura), recentemente o BCE⁴ estimou que os fatores de oferta seriam responsáveis por pouco mais de 60% da recuperação, enquanto a procura global teria contribuído para o aumento do preço do crude em 30% e a evolução dos *stocks* teria pressionado os preços para baixo.

Consequências no crescimento

O impacto do aumento dos preços do petróleo sobre o crescimento mundial dependerá de dois elementos: i) os fatores responsáveis pelo movimento (oferta, procura ou outros) e ii) o equilíbrio entre o impacto positivo nas economias exportadoras de petróleo e os negativos nos importadores de crude. As estimativas tradicionais, como as do FMI que partilhamos no quinto gráfico, assumem implicitamente que as consequências negativas sobre os importadores de petróleo (com maior propensão marginal ao consumo) dominaram o efeito positivo sobre os lucros dos exportadores de petróleo. Apesar destas estimativas se terem concentrado na análise das consequências de uma redução na oferta de petróleo, acabamos de ver que os fatores de procura desempenharam um papel relevante e, portanto, podem atenuar o impacto negativo da recuperação do preço do petróleo. Neste sentido, o estudo empírico de Cashin *et al.*⁵ mostra que um aumento no preço do petróleo devido a fatores de procura está associado ao aumento da atividade tanto nas economias

4. Ver Alonso, I. e Skudelny, F. (2018), «Are the recent oil price increases set to last?» no Boletim Económico 02/2018 do BCE.

5. Cashin *et al.* (2014), «The Differential Effects of Oil Demand and Supply Shocks on the Global Economy», Energy Economics.

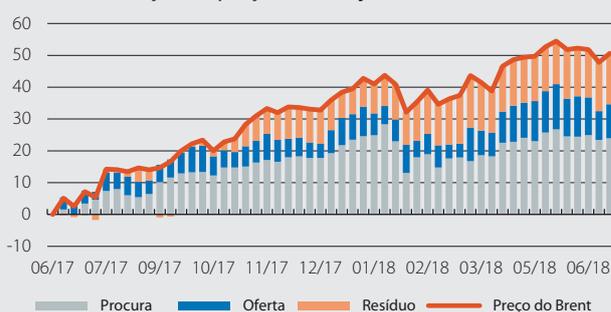
exportadoras como nas importadoras, dado que é consequência de uma dinâmica positiva da economia global.

Além do efeito atenuante da procura, outras mudanças ocorreram nos mecanismos tradicionais de transmissão. Em primeiro lugar, o petróleo perdeu importância na cadeia de produção global, tanto pela menor intensidade energética do PIB como pela menor contribuição do petróleo para o conjunto da energia consumida. Em segundo lugar, atualmente as economias exportadoras de petróleo têm margens fiscais mais reduzidas, o que possivelmente faz com que a propensão para gastar as receitas adicionais de petróleo seja maior. Finalmente, o surgimento inesperado do setor do *shale* nos EUA fez com que uma parte significativa da economia norte-americana beneficiasse agora dos elevados preços do petróleo.

Assim, em conjunto, todos estes elementos sugerem que o impacto do aumento dos preços do crude na economia mundial pode ser menor do que o estimado tradicionalmente e ajudam a explicar porque é que o PIB global manteve uma evolução muito forte nos últimos trimestres.

Preço do petróleo: decomposição em fatores de oferta e procura

Desvio em relação ao preço de 23 de junho de 2017 (%) *

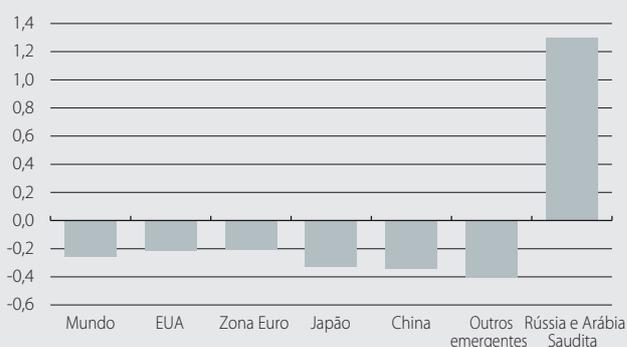


Nota: * O desvio percentual é aproximado por diferenças logarítmicas. Como a aproximação piora à medida que o tamanho da variação aumenta, a diferença logarítmica apresentada neste gráfico nem sempre coincide com o desvio percentual observado.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Nova Iorque.

Impacto no PIB pelo aumento no preço do petróleo *

Alteração no nível do PIB em dois anos (%)



Nota: * Assumimos um aumento de 10% no preço do petróleo por fatores de oferta.

Fonte: BPI Research, a partir das estimativas do FMI no «World Economic Outlook» de outubro de 2014.

Taxas de juro (%)

	29-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2018 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,32	-0,32	0	0,8	1,0
Euribor 12 meses	-0,18	-0,18	0	0,6	-2,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,64	-0,65	1	-0,2	1,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,67	-0,66	-1	-4,3	-10,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,30	0,34	-4	-12,7	-15,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,79	1,96	-17	-20,0	-124,0
Diferencial da dívida pública a 10 anos (p. b.) ¹ (Portugal)	148	168	-20	-5,0	-110,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,00	1,75	25	50,0	75,0
Libor 3 meses	2,34	2,32	2	64,6	104,1
Libor 12 meses	2,76	2,72	4	65,3	102,0
Dívida pública a 1 ano	2,31	2,22	9	57,8	109,3
Dívida pública a 2 anos	2,53	2,43	10	64,7	116,1
Dívida pública a 10 anos	2,86	2,86	0	45,5	59,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	29-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2018 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	69	5	29,5	18,6
Itraxx Financeiro Sénior	90	85	5	46,2	36,7
Itraxx Financeiro Subordinado	180	185	-4	75,8	46,3

Taxas de câmbio

	29-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD	1,168	1,169	-0,1	-2,7	2,1
EUR/JPY	129,360	127,230	1,7	-4,4	0,8
EUR/GBP	0,885	0,879	0,6	-0,4	0,6
USD/JPY	110,760	108,820	1,8	-1,7	-1,3

Matérias-primas

	29-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias-primas	439,1	446,3	-1,6	1,6	-1,1
Brent (\$/barril)	79,4	77,6	2,4	18,8	67,5
Ouro (\$/onça)	1.253,2	1.298,5	-3,5	-3,8	0,6

Rendimento variável

	29-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.718,4	2.705,3	0,5	1,7	12,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.395,6	3.406,7	-0,3	-3,1	-2,2
Ibex 35 (Espanha)	9.622,7	9.465,5	1,7	-4,2	-8,6
PSI 20 (Portugal)	5.528,5	5.468,7	1,1	2,6	7,5
Nikkei 225 (Japão)	22.304,5	22.201,8	0,5	-2,0	10,3
MSCI emergentes	1.069,5	1.120,7	-4,6	-7,7	5,5

Nota: 1. Diferencial entre a rentabilidade da obrigação espanhola e da obrigação alemã a 10 anos.

Crescimento a bom ritmo, mas com riscos negativos

Os indicadores económicos globais sustentam boas perspectivas de crescimento para o resto de 2018. O índice global de sentimento empresarial composto (PMI) continua numa clara zona de expansão e, em maio, aumentou ligeiramente para 54,0 pontos. Além disso, o indicador do BPI Research, que estima o crescimento global, aponta para o facto de que, no 2T de 2018, a evolução da economia mundial ter-se-ia colocado em patamares muito semelhantes aos dos últimos trimestres (ver o Focus «As chaves para o crescimento global: uma análise transversal» neste mesmo *IM*). Os dados globais mais recentes apoiam a manutenção de um ritmo de crescimento global sólido e apoiado por indicadores de sentimento e confiança elevados, condições financeiras ainda acomodáticas e preços das matérias-primas num intervalo que ainda é razoável, tanto para exportadores como para importadores.

No entanto, os riscos negativos têm vindo a acumular. A boa dinâmica da atividade global coexiste com riscos importantes na esfera comercial e macrofinanceira. Concretamente, após semanas de negociações com a China, os EUA terminaram por anunciar um aumento das taxas aduaneiras sobre as importações chinesas (no valor de 50.000 milhões de dólares) com o argumento de reduzir o enorme défice comercial existente com o país asiático. Além disso, o anúncio causou uma escalada de declarações, com ameaças de um aumento equivalente nas taxas aduaneiras da China e a resposta (via Twitter) de Donald Trump de aumentar a imposição tributária para 200.000 milhões de dólares. Igualmente, os EUA ativaram as taxas aduaneiras sobre as importações de aço e alumínio com origem na UE, México e Canadá, tendo a Europa respondido com um aumento das taxas aduaneiras para um total de 3.300 milhões de dólares de importações norte-americanas. Embora todas essas ações afetem apenas 1,5% do fluxo total de mercadorias, o clima de incerteza que as mesmas provocam pode prejudicar a confiança e, conseqüentemente, o crescimento global. Por outro lado, na esfera macrofinanceira, as saídas de capitais dos países emergentes no passado mês de maio revelam a preocupação com a resiliência num ambiente financeiro menos acomodático. Finalmente, o mês de junho também foi marcado pela agenda política europeia. Especificamente, a reunião do Conselho Europeu chegou a acordo sobre um plano comum para gerir a crise migratória da UE, através de uma maior cooperação com os países de origem e de trânsito, e medidas para limitar a circulação de imigrantes na UE. No entanto, não se produziram mudanças significativas noutras frentes para uma maior integração europeia.

ESTADOS UNIDOS

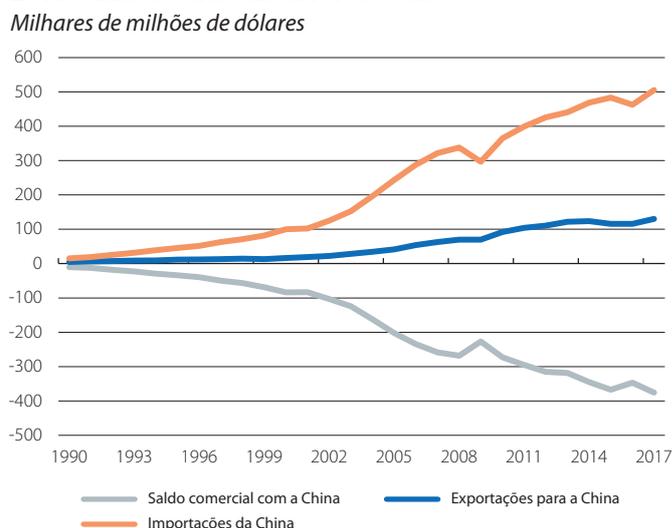
Os dados mais recentes indicam um forte ritmo de crescimento no 2T. Os modelos de previsão *Nowcasting* para a Fed de Atlanta e Nova York para o PIB preveem um crescimento no 2T maior do que no primeiro trimestre (quando se situou em 2,0% em cadeia anualizado, 0,5% não anualizado) e bem acima

Indicadores de atividade: PMI composto



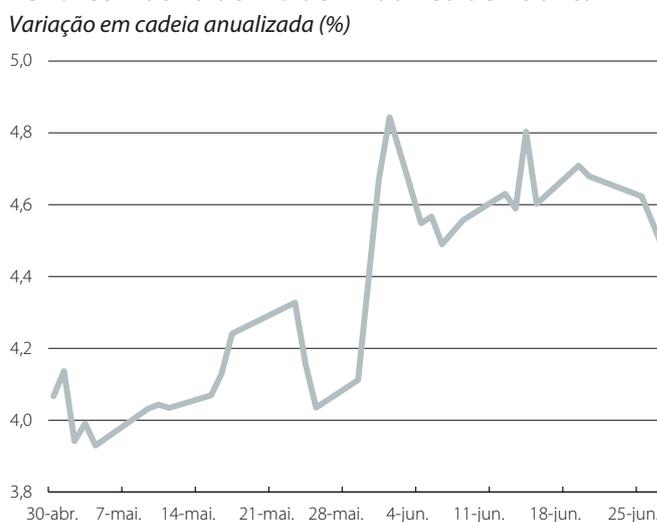
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

EUA - China: saldo exterior de bens *



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Census Bureau.

EUA: Estimativa do PIB do 2T da Fed de Atlanta



Fonte: BPI Research, a partir do modelo de *Nowcasting* da Fed de Atlanta.

do crescimento potencial dos EUA (perto de 2%). Neste sentido, a médio prazo, a economia tem o desafio de lidar com o desvanecimento de fatores cíclicos que estão a apoiar uma boa evolução económica, como a política fiscal expansionista. O nosso cenário prevê uma desaceleração relativamente suave, com um crescimento de 2,7% em 2018, de 2,2% em 2019 e de 1,9% em 2020. No entanto, os riscos de não seguirem o plano não são de menosprezar. Especialmente, se levarmos em conta o menor aumento de produtividade nos últimos anos, o efeito negativo do envelhecimento da população e as dúvidas sobre a capacidade de alavancagem do capital, tanto físico como humano (ver o Focus «Crescimento nos EUA: o poder do capital humano» neste mesmo *Informação Mensal*).

Num momento da maturidade cíclica, a inflação é o foco, uma vez que as surpresas de aumentos nos preços também representam um risco significativo. Em maio a inflação geral foi de 2,8%, 3 décimas inferior ao registo do mês anterior. Para além dos próximos meses, nos quais vamos continuar a observar níveis relativamente elevados devido a um efeito de base considerável (devido à queda acentuada dos preços das telecomunicações observada em 2017), a inflação deverá estabilizar para valores em torno dos 2,0%. Por outro lado, a inflação subjacente, livre das componentes mais voláteis, como a energia e os alimentos, situou-se em 2,2%, 1 décima acima do valor registado em abril. Neste contexto de dinamismo da inflação, a Fed levou a cabo um novo aumento da taxa de juro de referência: +25 p. b. para o intervalo 1,75%-2,00%.

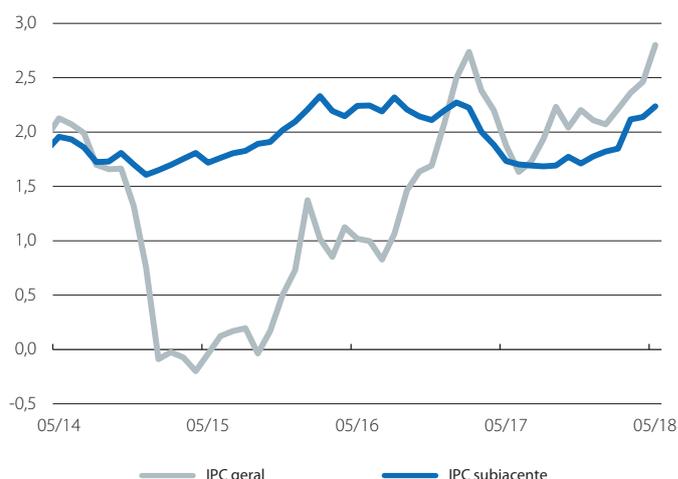
EUROPA

As perspetivas da Zona Euro prosseguem positivas, apesar de um início de ano menos dinâmico. A desaceleração do crescimento na Zona Euro no 1T deveu-se a fatores de natureza temporária (condições meteorológicas adversas, greves e surtos de gripe) e um retorno para taxas de crescimento mais moderadas, após um ano de 2017 excepcionalmente positivo. Nos próximos trimestres, a expansão da economia na Zona Euro vai permanecer sólida, com taxas de crescimento acima do potencial e suportada por condições financeiras muito favoráveis, pela boa evolução do mercado de trabalho e pelo dinamismo da atividade global. Isto foi refletido pelo BCE na última atualização trimestral do seu quadro macroeconómico, na qual reviu em baixa (-0,3%) as previsões de crescimento da Zona Euro para 2018 para 2,1%, mas manteve as previsões para 2019 em 1,9% (num cenário muito semelhante ao do BPI Research).

A procura interna continua a ser o principal motor de crescimento no 1T. Assim, a decomposição do PIB na Zona Euro mostra que a evolução do 1T (de 2,5% em termos homólogos) foi impulsionada por uma contribuição de 1,9% da procura interna (1,6% no 4T de 2017), apoiada pelo bom desempenho do consumo privado e do investimento. Por outro lado, a procura externa reduziu sua contribuição para 0,6% (1,3% no 4T), em grande parte devido ao menor avanço nas exportações de bens e serviços (que cresceram 4,5% em relação ao ano anterior, menos 2,1% do que o trimestre anterior).

EUA: IPC

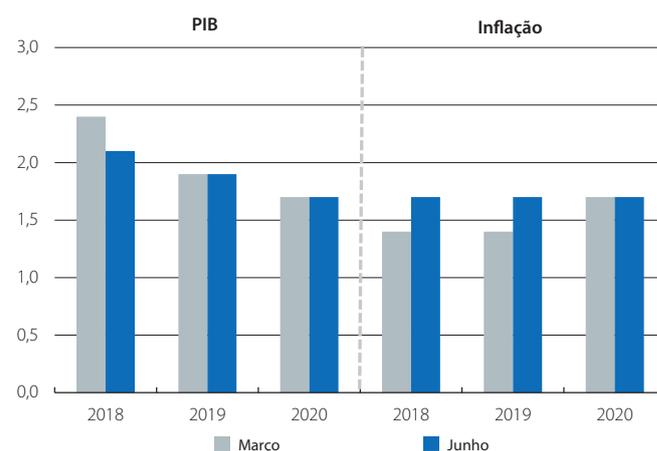
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics.

Zona Euro: previsões do BCE para o PIB e inflação

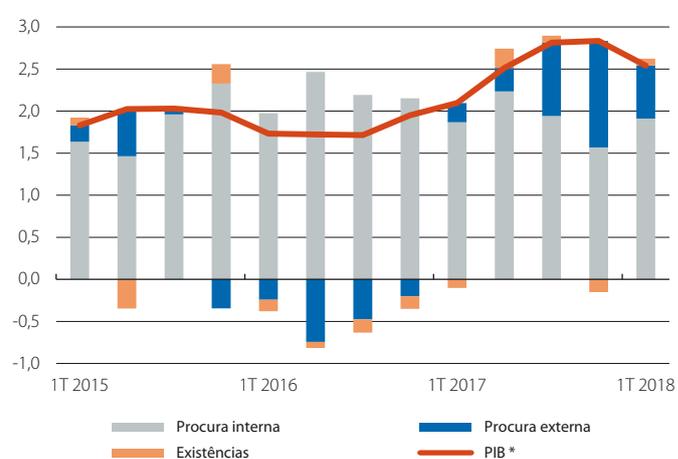
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

Zona Euro: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (%)



Nota: * Variação homóloga (%).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Os indicadores de atividade permanecem elevados e apontam para um crescimento sólido no 2T. Especificamente, o índice PMI composto recuperou em junho para 54,8 pontos, 7 décimas acima do registo de maio numa clara zona de expansão (acima dos 50 pontos). Da mesma forma, a confiança das empresas permanece em níveis elevados. Particularmente, o índice de sentimento económico (ESI) alcançou 112,3 pontos em junho, em comparação à média de 110,7 em 2017. Por outro lado, as vendas a retalho tiveram um crescimento homólogo de 1,7% em abril, 3 décimas acima do resultado do mês anterior. Da mesma forma, a confiança do consumidor, apesar de ter diminuído para -0,5 pontos em junho (0,2 em maio), está claramente acima da média de 2017 (-2,5 pontos), indicando que o consumo privado vai continuar a ser um fator fundamental para o crescimento da Zona Euro.

A taxa de inflação continua em alta atingindo os 2,0% em termos homólogos em junho, 1 décima acima do registo do mês anterior, devido ao maior crescimento da componente da energia (8,0% homólogo, face aos 6,1% de maio). Por sua vez, a inflação subjacente situou-se em 1,2%, 1 décima abaixo do valor registado em maio. Por outro lado, os custos salariais por hora no conjunto da Zona Euro cresceram 1,8% em termos homólogos no 1T, 2 décimas acima do registo do 4T 2017. Para os próximos trimestres, esperamos um aumento ligeiramente mais sustentado dos salários, uma vez que o mercado de trabalho vai começar a entrar numa fase mais madura do ciclo, contribuindo para que a taxa de inflação se aproxime gradualmente do objetivo do BCE (perto, mas inferior a 2%).

EMERGENTES

Os indicadores de atividade da China mostram sinais de ligeira desaceleração. Particularmente, a produção industrial em maio registou um crescimento homólogo de 6,8%, um valor significativo mas inferior à previsão dos analistas. Por sua vez, as vendas a retalho cresceram 8,5%, o valor mais baixo desde junho de 2003. Apesar destes sinais de desaceleração moderada, o Executivo conta com uma margem relativamente ampla para ajudar a atividade (por exemplo, com uma política fiscal um pouco mais expansionista ou atenuando restrições no sistema financeiro), enquanto ainda tenta controlar os riscos macroeconómicos e financeiros que a economia asiática sofre.

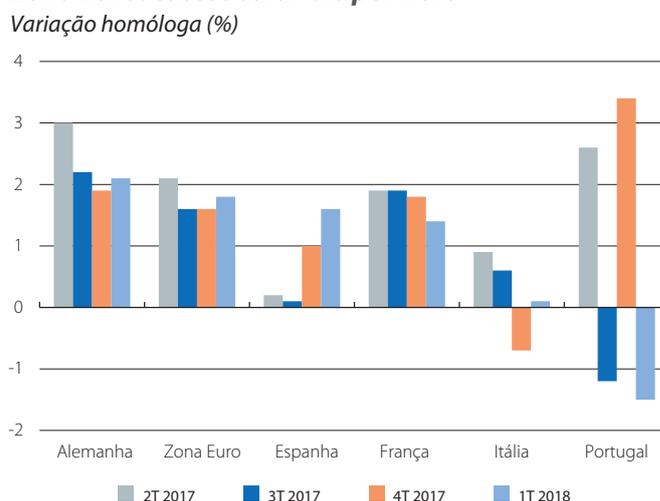
Entretanto, a Turquia cresce fortemente, mas não de forma sustentável. No 1T 2018, o PIB registou um aumento homólogo de 7,4% (semelhante aos 7,3% no 4T de 2017). O principal impulsionador do elevado ritmo de atividade é a procura interna, que beneficia do aumento do consumo privado e do investimento. No entanto, é uma trajetória de crescimento insustentável, uma vez que a economia continua a apresentar desequilíbrios macroeconómicos importantes: a taxa de inflação aumentou em maio para 12,1% e o défice da balança corrente ultrapassou os 6% do PIB no 1T.

Zona Euro: indicadores de consumo



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e da Comissão Europeia.

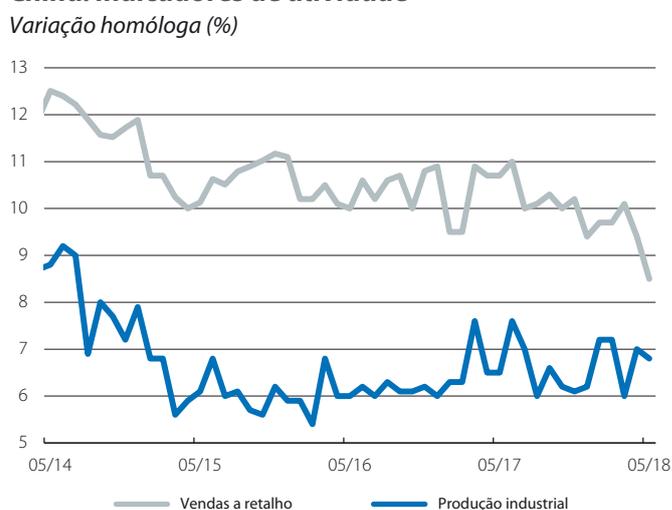
Zona Euro: custos salariais por hora *



Nota: *Dados ajustados de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

China: indicadores de atividade



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística da China.

Crescimento nos EUA: o poder do capital humano

Os EUA estão a entrar no seu décimo ano consecutivo de crescimento, o que sugere que já se encontram numa etapa muito madura do seu ciclo económico. Assim, é de esperar que os fatores cíclicos que impulsionaram o crescimento nos últimos anos percam importância e que a economia dependa mais de fatores subjacentes que determinam a sua capacidade de crescimento, como o número de trabalhadores, produtividade, capital físico e capital humano. Tendo já analisado os três primeiros fatores noutros artigos,¹ hoje a questão incide sobre a evolução recente do capital humano e as suas perspetivas para o futuro.

A contribuição do capital humano para o crescimento económico é imediata: uma força de trabalho com melhor formação é capaz de produzir mais. Nesse sentido, a evolução da qualidade da força de trabalho dos EUA é notável: nos últimos 70 anos tem vindo a melhorar o seu nível de formação de forma sustentada (ver o primeiro gráfico). Desta forma, estima-se que o capital humano tenha contribuído cerca de 0,3% para o crescimento anual do PIB (de 3%). Além disso, vários estudos sugerem que esta contribuição não se reduziu na última década, após a grande crise de 2008, enquanto esta situação ocorreu com outros fatores, como o capital físico ou a produtividade.

No entanto, de acordo com vários estudos, nos próximos anos o capital humano poderia continuar a contribuir para o crescimento de uma forma mais marginal. Uma das principais razões é a passagem à reforma dos *baby boomers*. Uma geração cujo nível educacional (medido no total de anos de estudo) é substancialmente mais alto do que o dos seus pais, mas apenas ligeiramente abaixo do dos seus filhos.² Assim, à medida que as gerações anteriores aos *boomers* se reformavam, a média total de anos de escolaridade da população em idade ativa estava a aumentar, uma tendência que deve diminuir nos próximos anos.

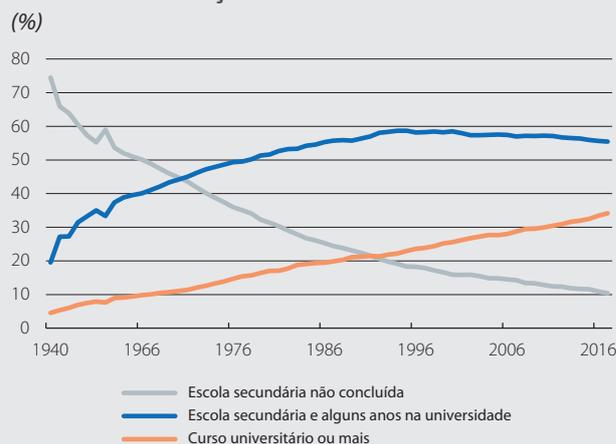
No entanto, dois elementos explicitam esta visão não muito otimista sobre a relevância futura do capital humano no crescimento dos EUA. Primeiro, os dados continuam a mostrar um aumento incessante na percentagem de licenciados universitários. Embora este aumento do número de licenciados universitários possa ser menos

1. Ver o Focus «EUA: o efeito dos *baby boomers* no ciclo e a longo prazo» no IM11/2017, o artigo «Revolução tecnológica e abrandamento da produtividade» do Dossier do IM02/2018 e o Focus «Situação e perspetivas do investimento nos EUA» no IM04/2018.

2. A guerra do Vietname levou muitos *boomers* a matricularem-se na universidade para evitar o recrutamento. Da mesma forma, a lei do ensino superior de 1965 facilitou os estudos universitários através de uma nova gama de bolsas. Ambos os fenómenos favoreceram, em parte, o forte crescimento educacional desta geração.

relevante em termos de anos educacionais totais do que a transição do ensino básico para o ensino secundário que ocorreu no passado, o impacto sobre o crescimento não tem que ser necessariamente inferior. A segunda explicação é que, para além dos anos no ensino, é essencial considerar as áreas de estudo: uma abordagem educacional baseada na investigação favorece a criação de novas ideias, um ingrediente essencial para o aumento da produtividade e, conseqüentemente, do crescimento económico. Neste sentido, os números falam por si: os EUA estão entre as economias com o maior número de investigadores por milhão de habitantes, ultrapassando mais de 4.000 (ver o segundo gráfico). Um valor apoiado tanto pelo crescente número de licenciados universitários americanos como pela capacidade do país em atrair talentos estrangeiros.

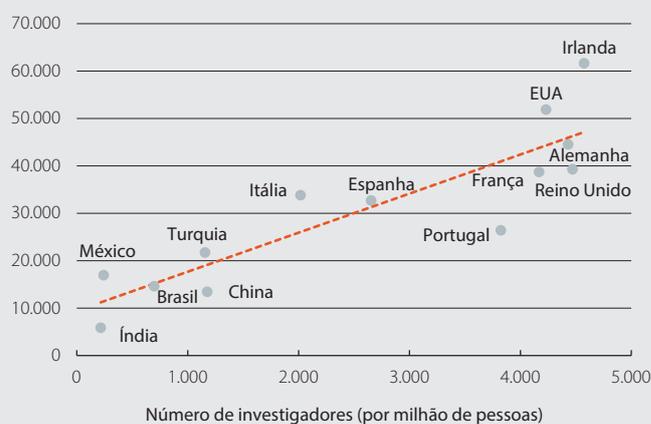
EUA: população com mais de 25 anos segundo o nível de educação



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Census Bureau.

EUA: PIB per capita e investigadores

PIB per capita (em termos de paridade de poder de compra)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Mundial e do FMI.

As chaves para o crescimento global: uma análise transversal

O crescimento económico global é um dos principais termómetros para medir o pulso à economia. Neste artigo, efetuámos uma análise transversal para entender os fatores que estão a impulsionar o crescimento em tempo real e os países que agem como catalisadores deste crescimento. Isto ajuda-nos a recalibrar as perspetivas para os próximos trimestres, um exercício que é especialmente importante num momento em que alguns indicadores estão abaixo do esperado e onde existe um intenso debate sobre se se vai manter o atual ritmo de crescimento.

Para começar, construímos um indicador que estima o crescimento mundial em tempo real utilizando as informações fornecidas pelos principais indicadores de sentimento económico, sobre as condições financeiras e riscos geopolíticos.¹ Como é possível observar no primeiro gráfico, o indicador construído é capaz de refletir com grande precisão os dados de crescimento global que observámos durante as últimas décadas (com uma capacidade explicativa de 98%). Um elemento interessante é que, após um ano de 2016 em que o nosso indicador ficou acima do crescimento observado, nos últimos trimestres a situação é inversa: o crescimento mundial tem vindo a ficar um pouco acima do crescimento do nosso índice.

Este indicador ajuda-nos a visualizar como a economia tem vindo a evoluir. Assim, estimamos, com base nos dados obtidos em abril, maio e junho para as diferentes variáveis, que o crescimento global está em torno de 3,7% no 2T de 2018, praticamente o mesmo ritmo que tivemos no 1T e 1 décima inferior ao valor do 4T de 2017. Desta forma, este exercício sugere que o crescimento global continua a ser muito robusto. No entanto, o indicador está um pouco abaixo do crescimento previsto pelo BPI Research para o 2T do ano (3,9%). Se fizermos uma breve revisão das diferentes variáveis que utilizamos na nossa análise, observamos que aqueles que lançam algumas sombras são os indicadores de sentimento e de confiança na Zona Euro, os indicadores de sentimento na China e o aumento dos riscos políticos e geopolíticos. Os restantes indicadores continuam a registar avanços significativos e, apesar do ligeiro aperto das condições financeiras, continuam a exibir níveis de relaxamento expressivos.

Quais são os fatores que ajudam a explicar o forte crescimento que estamos a assistir? No BPI Research destacámos em várias ocasiões a melhoria dos indicadores de sentimento e de confiança, das condições financeiras acomodáticas e do posicionamento dos preços das matérias-primas num intervalo razoável como os principais responsáveis pelos bons registos e perspetivas de crescimento global,

1. Em particular, incluímos as diferentes variáveis que identificámos como relevantes (PMI, índices de confiança do consumidor, índice de condições financeiras da Fed de Chicago, índice de preços das matérias-primas do Commodity Research Bureau, índice de riscos geopolíticos de Iacovello e Caldara...) para o crescimento global, tanto a nível temático como geográfico. Estimamos uma regressão linear com dados desde 2005 sobre o crescimento dessas variáveis e observamos o seu valor previsto para construir o indicador em tempo real.

que deverá crescer 3,9% em 2018. Ora bem, a análise quantitativa que desenvolvemos fortalece essa visão. Historicamente, a relação entre estes fatores e o crescimento global tem sido muito próxima, por isso não é surpreendente que agora que todos se situam em níveis favoráveis para promover um crescimento global vigoroso, o mesmo tenha vindo a materializar-se.

Através da utilização de técnicas estatísticas sofisticadas, podemos apreciar a contribuição de cada fator para o crescimento global. Especificamente, desde 2015, a contribuição das condições financeiras tem sido um pouco maior do que a dos indicadores de sentimento. Isto contrasta com a situação ocorrida durante o período entre 1998 e 2007, onde a maior parte do crescimento global explicava-se por indicadores de sentimento, enquanto as condições financeiras desempenharam um papel secundário. Finalmente, destaque para a contribuição relevante das matérias-primas nos dois ciclos de expansão, uma amostra do impacto benéfico sobre o crescimento mun-

Previsão do indicador de crescimento

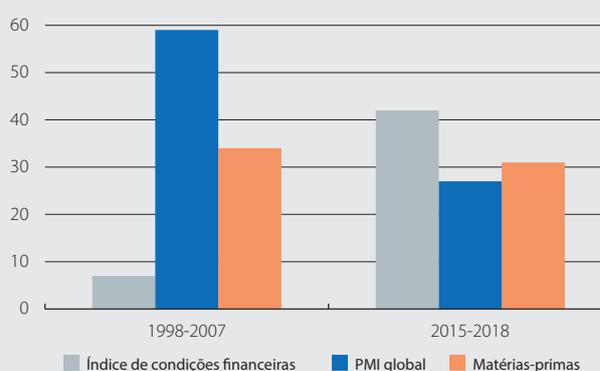
Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research.

Crescimento mundial e fatores de apoio

Contribuição para a variância explicada do crescimento mundial (%)



Nota: O total da variância explicada é de 66% em 1998-2007 e de 80% em 2015-2018.

Fonte: BPI Research.

dial que hoje em dia apresenta um preço das matérias-primas posicionado num intervalo razoável ou *sweet spot*.

Vejamos agora para a análise geográfica. Realizámos uma análise por países que inclui as principais economias do mundo. Em particular, estudámos, utilizando dados dos PMI industriais, quais são os países que influenciam em maior medida o crescimento global desde 2015.² Obtemos que o principal motor da economia mundial nos últimos três anos são os EUA, com um peso de 23%. Segue-se a economia da Zona Euro com um peso de 16,5% e a economia chinesa com um peso de 13,5%. A Turquia e o Brasil também aparecem como economias relevantes para a economia mundial, uma descoberta significativa se levarmos em conta a incerteza política que pesa sobre estes dois países.

Mas, como vai evoluir a economia mundial nos próximos anos? Efetuando um exercício de previsão das diferentes variáveis que explicam o crescimento,³ podemos prognosticar a evolução do crescimento global nos próximos trimestres. Assim, obtemos que o indicador de crescimento deverá abrandar ligeiramente em 2018 e 2019. Especificamente, este indicador crescerá em média 3,7% em 2018 e 3,6% em 2019. São registos significativos, embora ligeiramente inferiores às previsões de crescimento do BPI Research, que se situam em 3,9% para 2018 e 3,8% para 2019. As perspetivas de condições financeiras um pouco mais exigentes (embora ainda relativamente acomodáticas), a manutenção de riscos políticos e geopolíticos em níveis relativamente altos e indicadores de sentimento um pouco menos dinâmicos nos próximos trimestres são os principais fatores do nosso modelo que explicam este abrandamento.

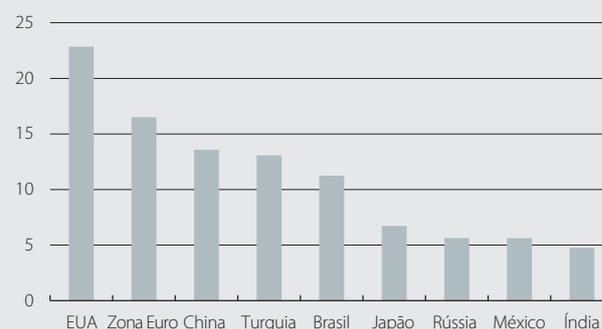
Como vimos na análise dos fatores de apoio ao crescimento, as condições financeiras adotaram um papel muito mais preponderante para impulsionar o crescimento global nos últimos anos, graças às políticas monetárias ultra-expansionistas que foram implementadas. Portanto, é particularmente interessante calibrar a sensibilidade da nossa previsão de crescimento com base em como as condições financeiras evoluem em 2019. Assim, como é possível observar no quarto gráfico, se, em vez da previsão do nosso modelo (que projeta condições financeiras um pouco mais exigentes, mas ainda bastante acomodáticas), as condições financeiras em 2019 voltarem à sua média histórica desde 1971 (a média situa-se num valor de 0), o nosso indicador aumentaria em média 3,0%, 0,6% menos do que a nossa previsão, uma desaceleração bastante significativa do crescimento. Por outro lado, se as condições financeiras em 2019 se mantiverem nos atuais níveis de relaxamento, o nosso indicador de crescimento avançaria 4,1% em 2019, 0,5% acima da nossa previsão. Em suma, estes cenários mostram a elevada sensibilidade do crescimento global em relação às condições financeiras e, con-

2. Especificamente, fizemos uma regressão do crescimento global no PMI dos principais países e calculámos a percentagem da variância explicada à qual cada país contribui.

3. Projetámos sua evolução futura com um modelo de previsão a partir dos dados dos últimos dois trimestres para cada variável.

Uma análise por países do crescimento mundial

Contribuição de cada país para a variância explicada do crescimento global (%)

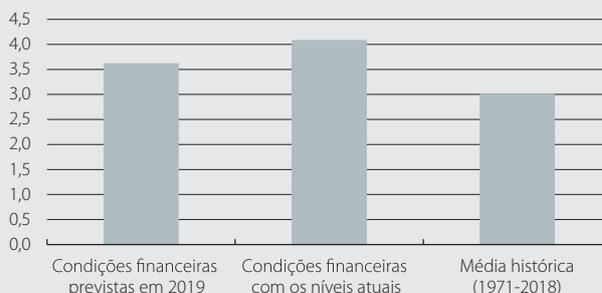


Nota: O total da variância explicada é de 99,01%. Utilizamos o PMI das indústrias de cada país como um indicador de atividade para medir a contribuição de cada país para o crescimento global.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Crescimento mundial em 2019 dependendo das condições financeiras

Varição homóloga (%)



Nota: O índice de condições financeiras da Fed de Chicago possui um valor médio de 0 desde 1971. Assim, os valores negativos indicam condições financeiras mais acomodáticas do que a média histórica desde 1971 e os valores positivos indicam condições mais restritivas do que a média. Atualmente, o valor do índice é de -0,81 e prevemos um valor de -0,46 em média para 2019.

Fonte: BPI Research.

sequentemente, o quão importante é que o processo de normalização monetária que está a decorrer nos EUA e na Europa se desenvolva gradualmente e que seja bem comunicado.

Em resumo, a nossa análise sugere que, apesar do facto da economia europeia ter tido alguns «sintomas febris» no 1T de 2018 (e nunca melhor dito após a gripe neste inverno, que se estima ter prejudicado a atividade económica em vários países), a economia mundial não se constipou e continua a crescer rapidamente. Em suma, o exercício de previsão que realizámos sugere que o crescimento mundial poderia desacelerar ligeiramente em 2018 e 2019 e que o crescimento agregado poderia ser ligeiramente inferior ao esperado. Em qualquer caso, devemos ser cautelosos: a evolução das condições financeiras no contexto atual de normalização monetária, os riscos políticos e geopolíticos e a trajetória do preço do crude serão elementos decisivos para os próximos meses, sendo que em grande parte vai depender destes fatores a confirmação destas previsões. Não vamos vender a pele do urso antes de o caçar...

A importância das pressões salariais na determinação dos preços

Historicamente, observámos uma relação estreita entre a evolução da taxa de desemprego e a inflação: de forma geral, quando a taxa de desemprego diminui, as pressões salariais tendem a aumentar e vice-versa. No entanto, esta relação, conhecida como a curva de Phillips, parece ter enfraquecido nos últimos anos. Por exemplo, a redução da taxa de desemprego registada na Zona Euro desde o final de 2015 deveria ter produzido uma taxa de crescimento dos salários mais elevada e, em última análise, também da inflação. Porque é que não aconteceu?

A teoria económica não deixa margem para dúvidas: nas fases de expansão do ciclo económico, à medida que a taxa de desemprego diminui, torna-se mais difícil contratar novos trabalhadores e reter os próprios trabalhadores da empresa, o que geralmente acaba por produzir pressões ascendentes nos salários. De um modo geral, existem dois canais através dos quais a pressão salarial mais elevada se transforma num aumento das pressões inflacionistas: por um lado, o maior poder de compra dos trabalhadores¹ favorece o aumento da procura agregada, permitindo às empresas aumentarem os preços. Além disso, o aumento dos salários aumenta os custos de produção das empresas obrigando-as, na medida do possível, a aumentar os preços para minimizar o impacto sobre os lucros.²

Como observámos anteriormente, historicamente a relação entre os salários e o núcleo da inflação tem sido muito forte. Uma maneira simples de ilustrar esta situação é analisar a evolução da sensibilidade entre as duas variáveis, que se manteve relativamente alta durante vários anos. No entanto, como pode ser observado no primeiro gráfico, nos últimos anos, a sensibilidade da inflação às variações nos salários parece ter enfraquecido. Neste sentido, Mario Draghi salientou recentemente que certos elementos estruturais, como a globalização e o aumento do comércio *online*, poderiam estar por trás desta menor força da inflação.³

A fim de analisar mais detalhadamente o enfraquecimento da relação entre salários e inflação, analisamos a evolução das diferentes componentes do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) da Zona Euro e a evolução dos salários no seu setor. Especificamente, estimamos a evolução para cada componente do IHPC que seria de se esperar dada a evolução dos salários em cada setor se a

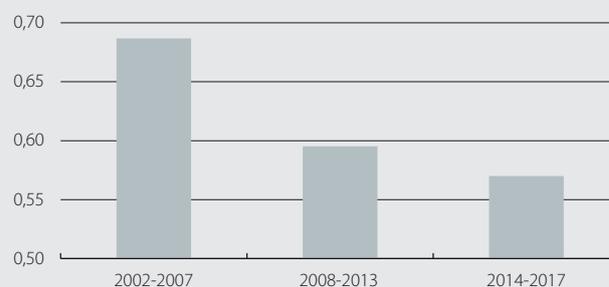
1. Na medida em que a inflação demora alguns trimestres a recuperar, o aumento nos salários dos trabalhadores traduz-se num aumento do seu poder de compra.

2. Ver Nevo, A. e Wong, A. (2018), «Measuring inflation in the modern economy - a micro price-setting view», ECB Forum on Central Banking.

3. Ver o discurso de M. Draghi em Sintra em junho de 2018 em www.ecb.int

Zona Euro: sensibilidade da inflação às variações salariais

Coefficiente de sensibilidade



Nota: Estimamos a equação $\pi_t = \alpha + \rho\pi_t^w + \varepsilon_t$ para o período 1T 2002-4T 2007, onde π_t indica inflação e π_t^w a evolução dos salários. Adicionamos sucessivamente trimestres à regressão até ao 4T de 2017. Mostramos a média do coeficiente ρ para os períodos indicados.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Zona Euro: diferença entre a inflação esperada e a observada

(%)



Nota: Especificamente, a inflação prevista, tendo em conta a evolução dos salários, resulta da agregação da inflação prevista de cada componente do IHPC, em virtude da evolução dos salários no setor NACE no período 1T 2002-4T 2017, ponderando cada componente com o seu peso no IHPC. O mesmo exercício é realizado utilizando a taxa de desemprego. É tida em conta a evolução do preço do petróleo nas regressões estimadas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

relação histórica entre as duas variáveis se mantiver. Como o segundo gráfico mostra, nos últimos anos, a taxa de inflação tem estado consistentemente abaixo das expectativas. No entanto, é importante notar que essa diferença tem-se vindo a reduzir com o tempo.

Por outro lado, se realizarmos o mesmo exercício, mas analisando a relação entre a taxa de desemprego e a evolução da inflação, observamos que, além do facto de a inflação ter-se reduzido de forma surpreendente (devido à evolução da taxa de desemprego), esta surpresa tem vindo a aumentar com o passar do tempo.

Para fechar a relação entre as três variáveis, no terceiro gráfico mostramos como a sincronia que os salários historicamente mostraram e a taxa de desemprego parece que quebrou nos últimos anos.

Diversos fatores podem explicar o crescimento moderado dos custos de mão-de-obra, apesar da redução da taxa de desemprego, mas um dos mais relevantes é o aumento do subemprego, pois implica que o grau de saturação do mercado de trabalho é menor do que aquele que sugere a taxa de desemprego.⁴ Especificamente, a percentagem de trabalhadores subempregados aumentou desde 2002 para atingir o seu máximo histórico em 2015, quando ficou um pouco acima de 6%. Desde então, manteve uma tendência de queda moderada, mas ainda está em níveis relativamente altos (5,7% em 2017). O segundo candidato a explicar o menor crescimento dos salários é a evolução da produtividade, cuja taxa de crescimento sofreu um declínio significativo nos últimos anos.⁵

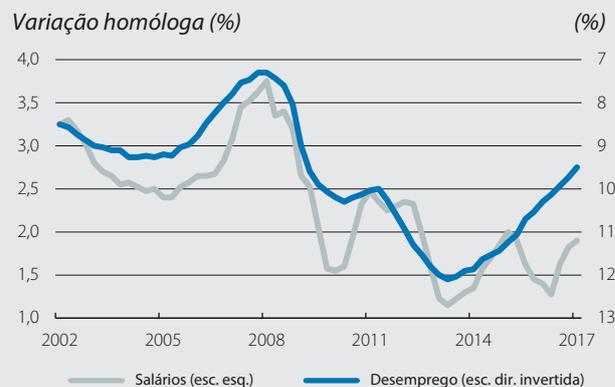
Quando avaliamos com técnicas estatísticas o peso de cada um destes dois fatores para explicar o menor crescimento dos salários, observamos que o grande protagonista é o subemprego.⁶ Como mostra o último gráfico, a medida convencional do grau de saturação do mercado de trabalho, a taxa de desemprego, explica uma parte significativa da contenção salarial observada nos últimos anos, mas a relevância da alta taxa de subemprego é ainda maior. Em relação ao crescimento da produtividade, a análise realizada sugere que teve um papel mais secundário recentemente.

Finalmente, é importante destacar que a capacidade de explicar a evolução dos salários com as variáveis discutidas anteriormente reduziu nos últimos anos. Isto sugere que outros fatores podem estar a desempenhar um papel cada vez mais importante na determinação da evolução dos salários. Entre eles, os principais candidatos para explicar esta mudança de padrão parecem ser um aumento da temporalidade ou, nalguns países, o aumento dos fluxos migratórios, embora não existam evidências empíricas convincentes para corroborar isto.

Em suma, parece que, em grande medida, a inflação e os salários mostraram uma evolução relativamente fraca, porque a Zona Euro ainda está numa fase inicial do ciclo expansionista, dado que o grau de saturação do mercado de trabalho ainda é baixo (e menor do que aquele que a taxa de desemprego sugere). Portanto, a margem para que a Zona Euro continue a crescer sem criar pressões

inflacionárias permanece ampla. No entanto, à medida que o grau de saturação do mercado de trabalho aumenta, o crescimento dos salários deve ganhar força e, em última instância, também a inflação.

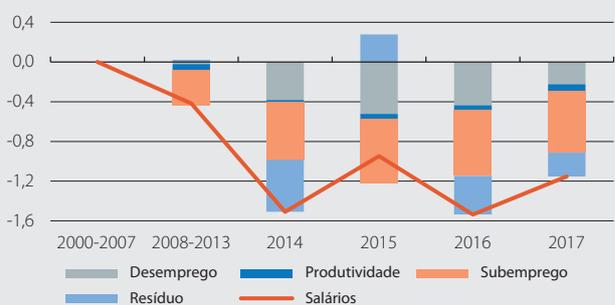
Zona Euro: taxa de desemprego e salários nominais



Nota: O crescimento salarial corresponde à média móvel de quatro trimestres e está representado a atraso de três quartos.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Zona Euro: fatores que explicam o menor crescimento dos salários *

Contribuição de cada fator para explicar a mudança da média 2000-2007 (%)



Nota: * Especificamente, cada barra mostra a contribuição de cada fator na mudança do crescimento dos salários de cada ano em relação ao crescimento médio entre 2000 e 2007. A amostra inclui a Alemanha, Espanha, França, Itália e Portugal.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

4. Especificamente, o subemprego tem em conta os trabalhadores que, sendo empregados em tempo parcial, querem trabalhar mais horas. Para mais informação, consultar o Focus «Para além da taxa de desemprego» no IM12/2017.

5. O crescimento médio da produtividade real dos períodos 2000-2007, 2008-2013 e 2014-2017 foi de 0,9%, 0,5% e 0,5%, respetivamente, para as principais economias da Zona Euro.

6. Seguindo a metodologia do FMI (2017), estimamos a seguinte equação: $\pi_{i,t}^w = \alpha + \rho\pi_{i,t-1}^w + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta sub_{i,t} + \varphi d_i + \varepsilon_t$ donde π^w representa o crescimento dos salários, u a taxa de desemprego, $prod$ a média móvel de três anos do crescimento da produtividade do trabalho, sub a taxa de subemprego, d um indicador de país e ε o resíduo da regressão. i representa o país e t o período. A amostra inclui dados anuais entre 2000 e 2017 e os países incluídos na análise são a Alemanha, França, Itália, Espanha e Portugal.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Atividade									
PIB real	1,5	2,3	2,2	2,3	2,6	2,8	-	...	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,2	3,5	4,1	5,3	4,4	4,2	5,1	...
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	118,1	120,3	126,0	127,1	125,6	128,8	126,4
Produção industrial	-1,9	1,6	1,9	1,3	3,0	3,4	3,5	3,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,4	57,4	55,8	58,7	58,7	59,7	57,3	58,7	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.171	1.172	1.259	1.317	1.287	1.350	...
Case-Shiller preço habitação 2ª mão (valor)	189	200	198	200	205	209	211	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	3,8	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,1	60,2	60,1	60,3	60,3	60,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação	1,3	2,1	1,9	2,0	2,1	2,2	2,5	2,8	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	2,2	...

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabalho, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM e a Thomson Reuters Datastream.

JAPÃO

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Atividade									
PIB real	1,0	1,7	1,6	2,0	2,0	1,1	-	...	-
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	43,4	43,8	44,5	44,4	43,6	43,8	43,7
Produção industrial	-0,2	4,5	5,6	4,4	4,1	2,5	1,7	3,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	17,0	22,0	25,0	24,0	-	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	2,5	2,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,7	0,5	...
Preços									
Taxa de inflação	-0,1	0,5	0,4	0,6	0,6	1,3	0,6	0,6	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	...

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento de Comunicações, Banco do Japão e a Thomson Reuters Datastream.

CHINA

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Atividade								
PIB real	6,7	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	-	...
Vendas a retalho	10,4	10,2	10,8	10,3	9,9	9,9	9,4	8,5
Produção industrial	6,1	6,6	6,9	6,3	6,2	6,6	7,0	6,8
PMI indústrias (oficial) (valor)	50,3	51,6	51,4	51,8	51,7	51,0	51,4	51,9
Setor exterior								
Balança comercial ¹ (valor)	512	435	458	435	435	420	411	396
Exportações	-8,4	8,5	9,0	6,9	10,1	13,6	11,9	11,9
Importações	-5,7	16,1	14,3	14,7	13,2	19,2	21,2	25,5
Preços								
Taxa de inflação	2,0	1,6	1,4	1,6	1,8	2,2	1,8	1,8
Taxa de juro de referência ² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,6	6,8	6,9	6,7	6,6	6,4	6,3	6,4

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. Milhares de milhões de dólares. 2. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística da China e da Thomson Reuters Datastream.

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,6	2,6	2,0	1,6	1,7	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	2,5	4,1	4,2	3,1	1,7	...	...
Confiança do consumidor	-7,8	-2,5	-2,7	-1,5	-0,2	0,5	0,3	0,2	-0,5
Sentimento económico	104,2	110,8	109,5	111,8	114,3	114,0	112,7	112,5	112,3
PMI indústrias	52,5	57,4	57,0	57,4	59,7	58,3	56,2	55,5	55,0
PMI serviços	53,1	55,6	56,0	55,3	55,9	56,4	54,7	53,8	55,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,3	1,6	1,6	1,7	1,6	...	-	...	-
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	9,1	9,0	8,7	8,6	8,5	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,7	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	...	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,5	9,5	9,1	9,2	9,2	...	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,2	11,2	11,1	11,1	11,2	...	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	17,3	16,8	16,6	16,2	15,9	...	...

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia e da Markit.

Setor exterior

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Balança corrente: Zona Euro	3,8	3,7	3,4	3,7	3,7	3,9	3,9	...	...
Alemanha	8,6	8,0	8,0	8,0	8,0	8,1	8,2	...	...
França	-0,8	-0,6	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	...	...
Itália	2,6	2,8	2,6	2,7	2,8	2,6	2,6	...	...
Espanha	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	95,2	98,5	98,6	99,6	99,4	98,0	97,9

Nota: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, da Comissão Europeia e de organismos nacionais de estatística.

Financiamento e depósitos dos setores não financeiros

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	2,3	2,4	3,0	3,3	3,3	3,6	...
Crédito às famílias ^{1,2}	1,7	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	2,9	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ³ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁴ (%)	1,8	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,3	10,6	10,1	9,2	7,7	8,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-2,9	-3,0	-2,4	-2,1	-1,9	-1,7	...
Instrumentos negociáveis	2,7	1,0	0,6	-0,5	-1,7	-5,8	-1,2	-5,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	...	...

Notas: 1. Dados ajustados de vendas e titularizações. 2. Incluem as ISFLSF. 3. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 4. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Central Europeu.

Portugal: confirma-se o bom momento

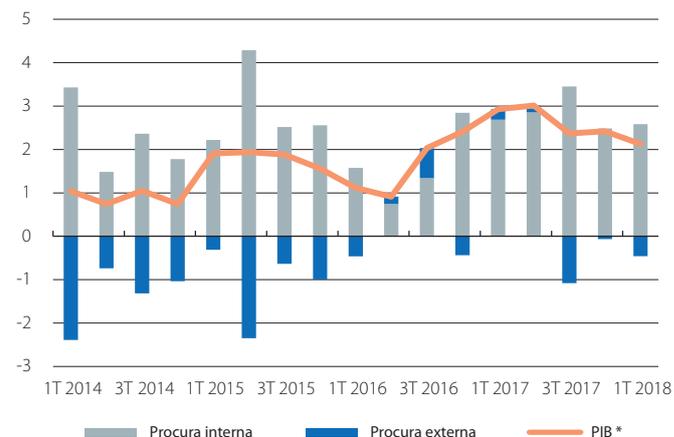
A firmeza do cenário macroeconómico consolida-se. A estimativa final do PIB para o 1T 2018 confirmou um crescimento de 0,4% em cadeia e de 2,1% em termos homólogos, pelo que a economia portuguesa conseguiu manter-se, durante sete trimestres, acima dos 2,0%. Esta dinâmica positiva é apoiada pelo bom movimento da procura interna e das exportações, que no 1T contribuíram, respetivamente, com 2,3 e 2,2 p. p. para o crescimento do PIB (enquanto o crescimento das importações subtraiu 2,6 p. p. e a acumulação de stocks contribuiu com +0,3 p. p.). Além disso, ambos os fatores continuarão a promover fortemente a atividade nos próximos trimestres. Do lado das exportações, estas continuarão a beneficiar de um ambiente externo favorável e, além disso, serão reforçadas pela retoma da atividade na refinaria de combustíveis e pelo aumento das exportações de automóveis (depois de um dos principais produtores de veículos anunciar um aumento na produção a partir de setembro). Do lado da procura interna, espera-se que a forte dinâmica do consumo privado (0,8% em cadeia e 2,1% em termos homólogos no 1T) continue em linha com a recuperação do mercado de trabalho e a melhoria da confiança e da situação financeira das famílias (a riqueza familiar líquida atingiu um novo máximo em 2017, situando-se em 445% do rendimento disponível, enquanto a dívida diminuiu para 72,6% do PIB no 1T 2018). Em relação ao investimento, vários fatores sugerem que a leve desaceleração no 1T 2018 (4,7% em termos homólogos após 5,9% no 4T 2017) será temporária. Por um lado, deveu-se principalmente à desaceleração do investimento em construção civil (afetado por fatores meteorológicos desfavoráveis em março), enquanto os demais componentes aceleraram o seu progresso (máquinas e equipamentos +9,2% homólogos e transporte +11,7%). Além disso, os vários indicadores do 2T, como, por exemplo, os pedidos de licenças de novas construções no setor residencial, sugerem uma nova aceleração do investimento. Deste modo, nos próximos trimestres, tudo aponta para que Portugal mantenha um ritmo sólido de crescimento e, de acordo com as nossas previsões, moderadamente acima dos 2,0%.

O mercado de trabalho evolui favoravelmente. No período Janeiro-Maio, o emprego cresceu a uma taxa média homóloga de 2,9% (2,6% em termos homólogos em abril, últimos dados disponíveis), enquanto o número de trabalhadores inscritos na Segurança Social aumentou em abril em 134.618 (em relação ao mesmo mês do ano anterior). Por outro lado, a taxa de emprego situou-se em 61,3%, próximo do máximo pré-crise. Por fim, é importante destacar que a taxa de desemprego diminuiu para 7,4% em abril (-2,1 p. p. em relação a abril de 2017), o nível mais baixo desde o início de 2004.

Em maio, a inflação mostrou maior firmeza. Segundo o índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), a inflação global situou-se em 1,4% em maio. Dessa forma, acelerou consideravelmente em relação aos 0,3% de abril, impulsionada por um crescimento de 5,7% nos preços da energia e de 2,6% nos ser-

Portugal: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: * Variação homóloga (%).

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Thomson Reuters Datastream.

Portugal: inscritos na Segurança Social

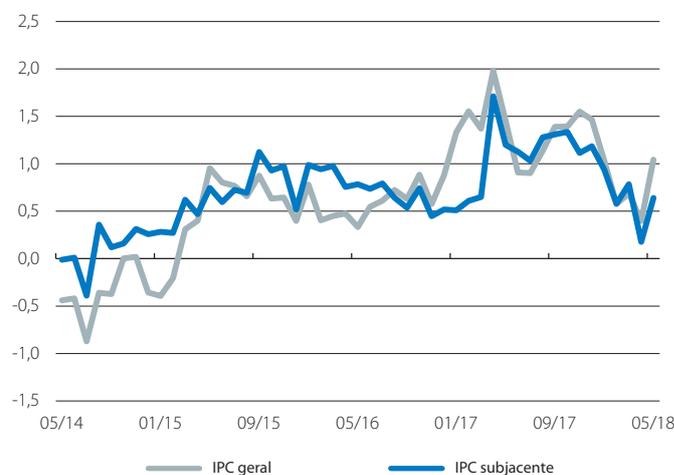
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Portugal: IHPC

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Thomson Reuters Datastream.

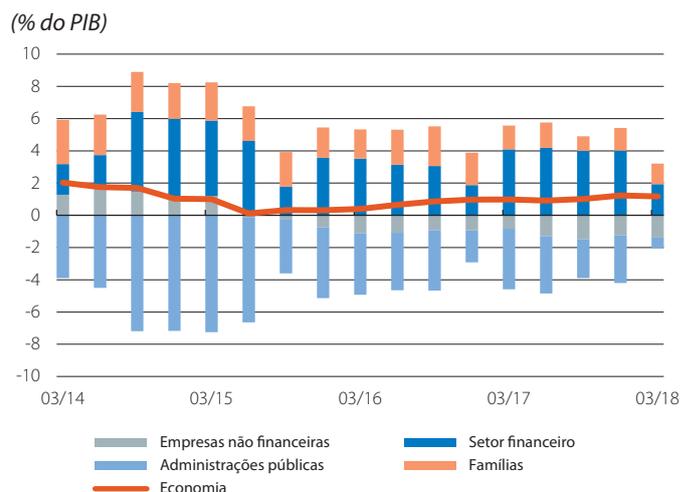
viços. Por outro lado, a inflação subjacente também aumentou consideravelmente e ficou em 1,1%, 1 p. p. acima do registo de abril. Conforme foi analisado no Focus «O que explica a reduzida taxa de inflação portuguesa?», neste mesmo *Informação Mensal*, nos últimos meses a inflação abrandou devido ao aumento relativamente mais moderado do preço do petróleo e ao impacto da valorização do euro. No entanto, nos próximos trimestres, à medida que estes efeitos de base se desvanecerem, os componentes subjacentes arrastarão a inflação em alta pelo dinamismo da atividade e da recuperação do mercado de trabalho.

O superavit externo continua a contribuir para a melhoria dos desequilíbrios macroeconómicos. No 1T 2018, a economia manteve uma capacidade de financiamento externa positiva, de 1,2% do PIB. Destacou-se a melhoria na necessidade de financiamento do setor público, que diminuiu substancialmente: 0,7% no 1T 2018, perante 3,8% no 1T 2017. Contudo, esta melhoria deveu-se, em grande parte, ao efeito negativo que a operação de recapitalização da Caixa Geral de Depósitos (CGD) representou para o ano de 2017. Por sua vez, a capacidade de financiamento das famílias e a necessidade de financiamento das sociedades não financeiras deterioraram-se muito levemente. Neste contexto, a taxa de poupança das famílias situou-se em 5,1% do rendimento disponível, 0,2 p. p. abaixo do registo do 4T 2017, perante uma expansão mais forte do consumo do que do rendimento disponível.

As contas públicas evoluem positivamente, apesar de alguns reveses temporários. Os dados contabilísticos nacionais mostram uma melhoria no saldo das administrações públicas, de -2,0% do PIB no 1T 2017 para -0,9% no 1T 2018 (excluindo a recapitalização da CGD). Além disso, o contraste com os dados contabilísticos de caixa (que refletem uma deterioração do défice orçamental até maio) deve-se ao facto de essa variável ter sido distorcida por fatores temporários, como a devolução antecipada de impostos no contexto da declaração do rendimento das pessoas singulares e um adiamento no recebimento do rendimento do imposto sobre as sociedades. Assim, as perspetivas para o ano como um todo continuam positivas, principalmente graças à conjuntura económica favorável e ao seu efeito particularmente positivo nos impostos indiretos e as contribuições sociais (que, até maio, cresceram 5% conjuntamente e em termos homólogos).

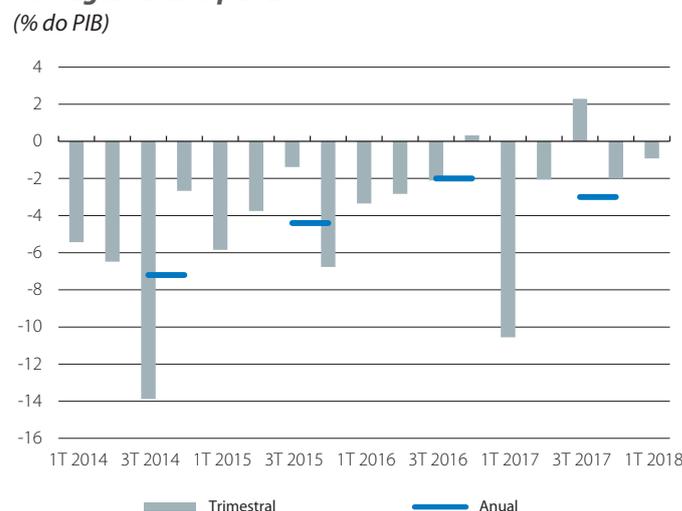
O setor imobiliário ganha dinamismo. No 1T 2018, o preço da habitação aumentou 12,2% em termos homólogos, representando uma aceleração de 1,7 p. p. em relação ao 4T 2017, enquanto o número de casas vendidas aumentou 15,7%. Por segmentos, as compras e vendas ainda são dominadas pelo parque habitacional de segunda mão, que representa aproximadamente 86% de todas as operações. Por regiões, os dados indicam que o dinamismo do mercado imobiliário é observado em praticamente todo o país, embora seja mais acentuado nas regiões metropolitanas de Lisboa e Porto, e no Algarve. Olhando para os próximos trimestres, o ambiente de condições financeiras propícias e a procura significativa de habitação por não residentes continuarão a apoiar a força do mercado imobiliário.

Portugal: capacidade/necessidade de financiamento externo



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

Portugal: défice público



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

Portugal: preço da habitação



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

O que explica a reduzida taxa de inflação portuguesa?

No primeiro semestre de 2018, a inflação registou valores claramente inferiores aos do primeiro semestre de 2017: por exemplo, a taxa média entre janeiro e maio foi de 0,9% em 2018, 0,8 p.p. inferior ao valor registado no mesmo período de 2017 (1,7%). Qual é a razão para esta desaceleração, especialmente surpreendente quando a economia ganha dinamismo?

Parte da explicação deve-se à evolução do preço do petróleo, que cresceu fortemente entre o início de 2016 e 2017 (cerca de 50% entre janeiro de 2016 e janeiro de 2017) e, desde então, apesar de continuar a subir, fê-lo a um ritmo mais baixo (cerca de 20% entre janeiro de 2017 e janeiro de 2018). Assim, dentro do cabaz do índice de preços no consumidor (IPC), os preços da energia avançaram 5,3% em termos homólogos na média entre janeiro e maio de 2017, face aos 2,7% no mesmo período de 2018.

No entanto, a evolução do euro desde meados de 2017 também desempenhou um papel fundamental. A valorização do euro reduz o custo das importações estrangeiras e repercute na inflação através de dois canais. Por um lado, afeta diretamente o IPC devido à redução dos custos dos bens importados destinados ao consumo final. Por outro lado, a valorização também reduz os preços dos bens intermédios, reduzindo os custos de produção e, portanto, acaba por afetar indiretamente o IPC.

Segundo estimativas da Comissão Europeia,¹ em Portugal, o impacto de uma valorização de 1% sobre a taxa de câmbio nominal efetiva provoca uma diminuição de 0,1% no IPC geral e de 0,09% no IPC subjacente. De facto, entre todos os países analisados, Portugal é aquele que apresenta impactos estimados mais elevados. Considerando que, em maio, a taxa de câmbio nominal efetiva de referência para os 61 principais parceiros comerciais se valorizou 3,2%,² este efeito explica a desaceleração da inflação de 0,32 p.p.

A evolução dos diferentes componentes do IPC corrobora que a valorização do euro desempenhou um papel importante na dinâmica recente da inflação, uma vez que houve uma maior desaceleração da inflação entre os componentes voláteis (alimentos não transformados e energia) do que nos subjacentes. Em primeiro lugar, o conteúdo da importação de alimentos não transformados é mais elevado em Portugal do que no conjunto da Zona Euro, o que ajuda a explicar porque é que o impacto da valorização do euro fez-se sentir mais em Portugal.³ Em segundo lugar, a

transmissão da valorização do euro é mais forte nos preços da energia, dado vez que estes são estabelecidos, em grande medida, nos mercados internacionais e os seus preços são emitidos em dólares (deve ser tido em conta que a valorização bilateral em relação ao dólar tem sido de 15% desde o início de 2017, muito mais acentuada do que a taxa de câmbio efetiva).⁴

Por sua vez, a inflação subjacente tem sido menos afetada pelo facto de que uma parte importante dos seus componentes – como os serviços, que representam mais de 50% do índice – não podem ser importados, enquanto no que diz respeito aos alimentos transformados, as importações em Portugal provenientes de fora da Zona Euro têm pouco peso. No entanto, o índice subjacente também inclui bens industriais não energéticos, cujo conteúdo de importação é considerável. De facto, nos últimos meses estes contribuíram para a redução da taxa de inflação. Além disso, esta componente também é influenciada por fatores estruturais que restringiram as pressões inflacionistas globais como a globalização e os avanços tecnológicos que reduziram os custos de produção.⁵

Em resumo, a forte valorização do euro desde o segundo semestre de 2017 explica uma parte importante da redução da taxa de inflação portuguesa nos últimos meses, especialmente devido ao seu impacto nos componentes voláteis. No entanto, nos próximos trimestres, à medida que este efeito de base se vá desvanecendo, os componentes subjacentes vão provocar um aumento na taxa de inflação, em linha com o dinamismo da atividade e a recuperação do mercado de trabalho.

Portugal: evolução recente da taxa de inflação

	Ponderações (%)	Variação homóloga (%) Média janeiro-maio		Variação (p.p.)	Contribuição p/a evolução do IHPC (p.p.)	
		2017	2018		2017	2018
IHPC	100,0	1,7	0,9	-0,8		
Alimentos não transformados	10,3	3,4	0,2	-3,2	0,3	0,0
Energia	8,3	5,1	2,5	-2,7	0,4	0,2
IHPC subjacente	81,4	1,1	0,8	-0,3	0,9	0,6
Alimentos transformados e bebidas	13,1	0,1	1,3	1,2	0,0	0,2
Bens industriais não energéticos	26,0	-0,7	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3
Serviços	42,3	2,1	1,8	-0,3	0,9	0,8

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream.

1. Comissão Europeia (2014), «Quarterly Report on the Euro Area», vol. 13, n.º 3.

2. Em comparação com julho de 2017.

3. Especificamente, em Portugal as importações de alimentos não transformados representam 0,8% do PIB (0,6% na Zona Euro) e 21% são provenientes de países fora da UE.

4. 78% das importações de bens energéticos (petróleo e gás natural) têm origem fora da UE e representam 3% do PIB (65% e 2,2% na Zona Euro).

5. Boletim Económico do Banco de Portugal, junho de 2018.

A boa evolução do setor externo português em 2018

Em 2017, a balança de transações correntes de Portugal registou um superavit de 0,5% do PIB, fazendo assim cinco anos de resultados positivos. Por componentes, enquanto as balanças de bens e rendimentos permaneciam em situação deficitária, as exportações de serviços superaram as expectativas mais otimistas, especialmente graças ao forte impulso do turismo, de modo que o superavit alto da balança de serviços possibilitou compensar os registos menos positivos do resto dos componentes.

Dinâmicas recentes do setor externo

Em relação a 2018, os dados disponíveis até abril mostram uma evolução positiva das exportações, tanto de bens e serviços, como de remessas de emigrantes.

Em primeiro lugar, na balança de bens, observa-se um aumento do déficit comercial devido ao forte crescimento das importações (10,5% em termos homólogos). Este dinamismo das importações é resultado do aumento dos preços do petróleo (que causaram uma deterioração do déficit comercial da energia), mas também devido à força da procura interna e à maior importação de bens de investimento. Além disso, as exportações avançaram fortemente (8,0%), o que é especialmente digno de nota, considerando a apreciação destacada do euro ao longo de 2017. Neste sentido, destaca-se positivamente o grande aumento da venda de automóveis e dos seus componentes, bem como o bom desempenho das indústrias tradicionais (azeite, vinho e bebidas, plásticos e cortiça, por exemplo).

Por sua vez, o superavit da balança de serviços continuou a bater recordes. Em particular, no ano terminado em abril de 2018, o superavit aumentou 2.300 milhões de euros (acumulado de 12 meses) em relação ao mesmo período de 2017, acentuando a tendência favorável, sustentada por uma evolução muito positiva do setor de transportes e do turismo. O turismo, com um peso de 70% no superavit da balança de serviços, merece uma menção especial. Os serviços turísticos ganharam importância na economia nacional de forma sustentada (espera-se que atinjam um peso de 7,8% no PIB de 2018) e, em abril de 2018, os rendimentos do setor representaram 18,0% do total das exportações (acumulado de 12 meses).

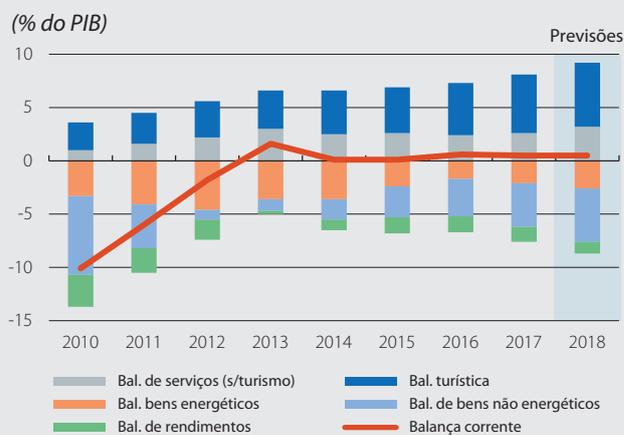
Por último, na balança de rendimentos, o saldo da balança de rendimentos primários (juros, dividendos e lucros) piorou, tanto pela diminuição dos rendimentos procedentes do investimento direto realizado no exterior como por uma redução dos rendimentos procedentes dos investimentos de carteira. Por outro lado, a evolução recente da balança de rendimento secundário confirma a dinâmica positiva das remessas dos emigrantes (1,5% do PIB).

Perspetivas para 2018

Num ambiente externo favorável, esperamos que as exportações de bens e serviços continuem a mostrar um dinamismo sólido. Neste sentido, em 2018, a entrada de turistas atingirá muito provavelmente novos recordes, o que reforçará o superavit da balança corrente.

Porém, o cenário não está isento de riscos. Do lado positivo, poderia haver registos melhores do que o esperado nas remessas de emigrantes ou nas transferências da UE. Do lado negativo, é possível que aumente o grau de aversão ao risco ou que a envolvente financeira global se deteriore, num ambiente de tensões geopolíticas e comerciais, dada a evolução e volatilidade do preço do petróleo e, finalmente, face à possibilidade de aumentos repentinos nas taxas de juros (o que poderia ocorrer tanto por receio de um aumento do protecionismo global como reação à retirada do estímulo monetário dos principais bancos centrais). Além disso, devemos também considerar que a proporção da dívida pública detida por não residentes aumentou, o que gerará alguma pressão sobre a balança de rendimentos.

Portugal: composição do saldo da balança corrente



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Bdp.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Índice coincidente para a atividade	1,5	2,7	2,8	3,0	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0
Indústria										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	2,8	6,8	2,5	2,5	1,8	2,1	3,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	2,7	1,8	3,5	2,9	1,6	1,7	0,1	-0,5
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,1	20,7	21,9	21,5	17,4	...	...	9,5	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	16,1	23,0	23,6	...	...	15,7	...	...
Preço da habitação (euro / m ²)	3,8	5,0	4,4	5,5	4,5	...	...	5,4	...	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,1	12,6	12,1	11,8	10,9	10,6	11,1	8,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	13,7	15,6	14,8	15,1	13,2	11,2	10,5	13,7
Consumo										
Vendas comércio a retalho	2,7	4,1	5,8	3,9	4,1	5,7	4,4	7,7	-1,6	...
Matrículas de automóveis	1,7	2,4	2,4	2,6	2,5	2,4	2,3	2,2	2,2	2,0
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-11,1	0,5	1,7	1,5	2,3	1,7	1,6	2,8	3,0	4,1
Mercado de trabalho										
População empregada ¹	1,2	3,3	3,4	3,0	3,5	3,6	3,2	2,7	2,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	8,8	8,5	8,1	7,9	7,6	7,5	7,4	...
PIB	1,6	2,7	3,0	2,4	2,4	...	...	2,1	...	...

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Inflação geral	0,6	1,6	1,7	1,3	1,8	1,1	0,7	0,8	0,3	1,4
Inflação subjacente	0,8	1,3	1,7	1,4	1,6	1,0	0,7	0,9	0,1	1,1

Sector exterior

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,8	10,1	7,8	9,3	10,1	9,5	9,2	6,5	8,0	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,5	12,6	9,3	11,8	12,6	11,8	11,7	10,3	10,5	...
Saldo corrente	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	0,6	0,6	0,9	0,4	...
Bens e serviços	3,8	3,5	3,4	3,4	3,5	3,3	3,4	3,2	3,2	...
Rendimentos primários e secundários	-2,7	-2,6	-2,7	-2,6	-2,6	-2,7	-2,8	-2,3	-2,8	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	3,0	2,7	2,7	2,6	2,7	2,4	2,4	2,7	2,1	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros²

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	01/18	02/18	03/18	04/18	05/18
Depósitos										
Depósitos das famílias e empresas	3,7	1,7	1,6	0,4	2,1	2,7	2,8	2,3	3,5	...
À vista e poupança	19,5	15,7	1,6	0,4	2,1	14,0	14,3	12,6	14,2	...
A prazo e com pré-aviso	-3,2	-5,8	-6,6	-7,1	-4,4	-4,0	-4,3	-4,1	-3,3	...
Depósitos das Administrações Públicas	-17,9	1,3	-0,4	8,3	12,1	1,4	5,2	-0,8	-5,5	...
TOTAL	2,3	1,6	1,5	0,8	2,6	2,7	2,9	2,2	3,1	...
Saldo vivo de crédito										
Setor privado	-3,9	-4,0	-4,2	-4,1	-3,4	-1,8	-1,9	-1,8	-1,9	...
Empresas não financeiras	-5,6	-6,6	-6,8	-6,5	-5,9	-2,7	-3,1	-3,0	-3,5	...
Famílias - habitações	-3,3	-3,1	-3,4	-3,2	-2,1	-2,0	-1,9	-1,7	-1,7	...
Famílias - outros fins	-0,4	1,1	2,0	1,0	-0,1	2,3	2,5	2,6	2,8	...
Administrações Públicas	-9,4	9,3	-4,1	21,6	22,9	21,5	19,4	16,0	16,3	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-4,2	-3,1	-2,4	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	...
Taxa de incumprimento (%)³	17,2	13,3	15,5	14,6	13,3	...	...	...	...	...

Notas: 1. Estimativa do INE. 2. Dados agregados do setor bancário português e residentes em Portugal. 3. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Banco de Portugal e Datastream.

Um crescimento firme com perspectivas de continuidade

A economia espanhola termina a primeira metade de 2018 de forma sólida. Especificamente, o modelo de previsão do PIB do BPI Research prevê um crescimento de 0,66% em cadeia no 2T de 2018, um registo semelhante ao do 1T (0,7%). Quanto ao segundo semestre de 2018, prevemos que o ritmo de crescimento do PIB diminua de forma muito gradual devido a menores impulsos dos seus promotores (por exemplo, pela subida do preço do petróleo) e ao percurso mais curto que existe para fechar o *output gap*. De qualquer forma, o avanço da economia continuará a ser sólido e encontrará apoios em promotores externos e pontos fortes internos. Entre os primeiros, destacam-se a boa perspectiva do crescimento global e as condições financeiras favoráveis e suportadas pela política monetária do BCE. Por outro lado, no âmbito interno, a economia beneficiará com a maior intensidade da criação de emprego no ciclo expansionista atual (ver o Focus «Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos», neste mesmo *Informação Mensal*), assim como das receitas em competitividade exterior e os progressos na correção dos desequilíbrios macroeconómicos.

A análise detalhada do PIB do 1T mostra uma forte contribuição da procura interna. No consumo privado, que pesa cerca de 58% no total da economia, manteve-se a boa tendência, com um crescimento em cadeia de 0,7% no 1T, o que coincide com o que já previa o indicador sintético do consumo. Porém, a atenção na publicação dos componentes do PIB centrou-se na desaceleração do investimento. Esta materializou-se num retrocesso do investimento em equipamento (-1,6% em cadeia) pela queda do investimento em material de transporte, que cedeu cerca de 6,6% em cadeia. Por outro lado, o contraponto positivo foi o investimento em construção, que acelerou até crescer cerca de 2,4% em cadeia. Porém, a moderação do investimento no 1T deve ser entendido como um fator pontual. Assim sendo, enquanto o investimento em equipamentos poderia estar a mostrar ainda o rescaldo da subida anormalmente forte do 3T de 2017, a construção tem ainda um caminho ascendente a percorrer e, mais significativo ainda, os últimos indicadores sugerem que o investimento retomou a tração no 2T, pois o índice PMI composto de maio subiu de 55,4 para 55,9 pontos, numa clara zona de expansão (acima de 50). Por sua vez, o setor exterior proporcionou menos do que o esperado porque, embora as exportações tenham mantido uma boa posição, as importações aumentaram mais do previsto, especialmente em serviços.

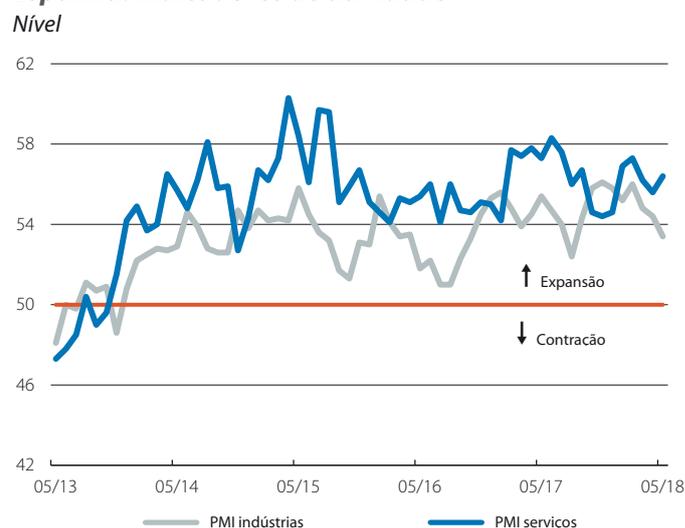
O mercado de trabalho evolui muito positivamente. Em maio, o número de inscritos na Segurança Social aumentou em 70.898 pessoas (dados ajustados de sazonalidade), o maior valor observado em 2018 e claramente superior aos 50.935 inscritos em maio de 2017, com o qual a taxa de variação homóloga se mantém em 3,1%. Por setores, destacou-se a

Espanha: PIB Variação em cadeia (%)

	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018
PIB	0,8	0,7	0,6	0,7
Consumo privado	0,8	0,7	0,6	0,7
Consumo público	0,5	0,4	0,4	0,5
Investimento	0,6	1,4	0,7	0,8
Investimento em equipamentos	0,1	2,8	0,9	-1,6
Transporte	-1,3	5,2	-1,2	-6,6
Resto	0,8	1,9	1,9	0,6
Investimento em construção	1,0	0,2	1,0	2,4
Exportação	1,0	0,6	0,3	1,3
Importações	0,5	1,0	0,0	1,3

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Espanha: indicadores de atividade



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Markit.

Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Emprego e Segurança Social espanhol.

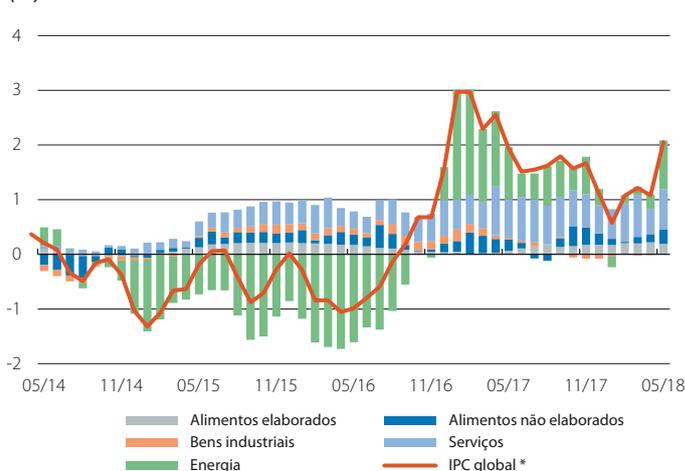
recuperação do emprego na construção civil, que ganhou força com um crescimento de 6,6%, e o bom desempenho do emprego nos serviços, a componente com maior peso no total, que aumentou 1 décima para um crescimento homólogo de 3,2%. Este bom desempenho do emprego traduziu-se numa descida do desemprego registado em maio de 84.000 pessoas, um bom resultado, ainda que ligeiramente inferior ao previsto pelo BPI Research.

O dinamismo do mercado de trabalho alimenta o vigor do consumo privado. Embora as vendas a retalho tenham desacelerado em abril (0,5% homólogo) devido ao efeito da semana da Páscoa, outros indicadores como a confiança do consumidor, que em maio recuperou das quedas de março e abril, e o indicador sintético de consumo (que inclui vendas de grandes empresas, matrículas de automóveis, vendas a retalho deflacionadas, turismo e remuneração de empregados) apontam para uma continuação da força do consumo privado no 2T.

A inflação sobe novamente devido ao preço da energia. A inflação geral subiu 1% em maio para 2,1%, e aumentou para 2,3% em junho. Os indicadores sugerem que o aumento se deveu, especialmente, ao aumento dos preços dos bens energéticos, embora os detalhes por componente de junho ainda não sejam conhecidos. Por outro lado, a inflação subjacente aumentou 3 décimas em maio, para 1,1%, devido ao aumento no preço dos pacotes turísticos. Olhando para os próximos meses, a evolução do preço do petróleo vai continuar a inflacionar os preços, embora esperemos alguma estabilização no último trimestre de 2018. Da mesma forma, há que destacar que a inflação subjacente, que marca as tendências a médio e longo prazo, se encontra num nível moderado. A previsão da inflação do BPI Research para a média de 2018 aumenta de 1,6% para 1,8%, principalmente devido ao aumento do impacto da eletricidade, alimentos não processados e dos pacotes turísticos.

Continuam os dados positivos no mercado imobiliário. As compras e vendas de habitação do acumulado do ano até abril registaram um crescimento homólogo de 16,0% e confirmam a trajetória ascendente do setor. Além disso, esta evolução nas compras e vendas afeta o preço de transação da habitação, que aumentou 6,2% em termos homólogos no 1T de 2018 (1,4% em cadeia), um valor sólido que, no entanto, se manteve 3 décimas abaixo da nossa previsão. Nos próximos anos, a construção, vai continuar a contribuir positivamente para o crescimento da economia e a criação de emprego, uma vez que, apesar da intensidade dos últimos avanços, o ponto de partida é baixo. Por exemplo, as licenças de nova construção aumentaram 25,4% homólogo em fevereiro (acumulado de 12 meses), mas o seu nível ainda era 21,4% da média dos sete anos entre 1995 e 2000 (antes da bolha imobiliária).

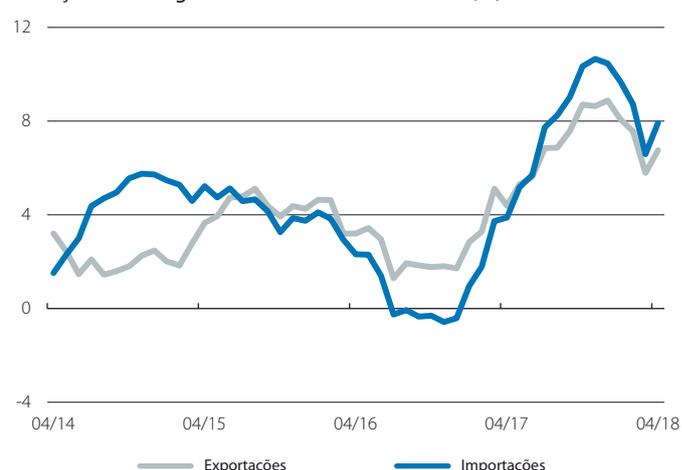
Espanha: contribuição para a inflação por componentes (%)



Nota: *Variação homóloga (%).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

Espanha: comércio exterior de bens *

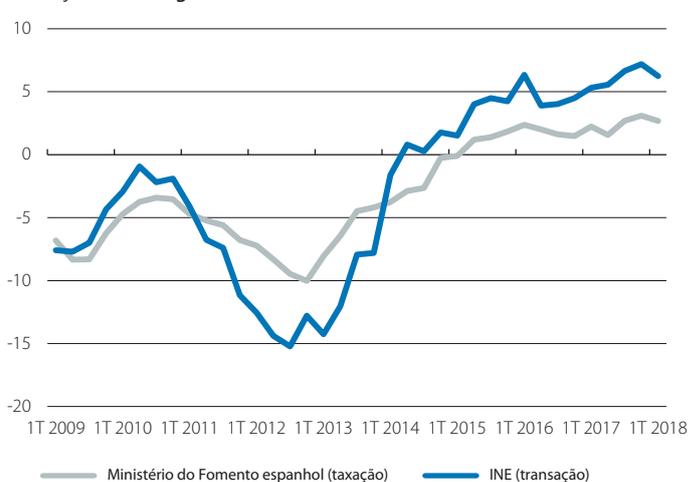
Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Nota: *Dados nominais, série não ajustada de sazonalidade.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento de Alfândegas espanhol.

Espanha: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e do Ministério do Fomento espanhol.

Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos

Uma das principais características da recuperação da economia espanhola é a forte criação de emprego. No triénio 2015-2017, o número de postos de trabalho equivalentes a tempo inteiro (ETI) aumentou pouco mais de 500.000 por ano,¹ um crescimento anual médio de 3,0%.² Tendo em conta o forte desempenho do mercado de trabalho, a seguir analisamos os fatores que explicam a alta intensidade na criação de emprego ao longo da recuperação.

A relação entre o PIB e o emprego antes e depois da crise

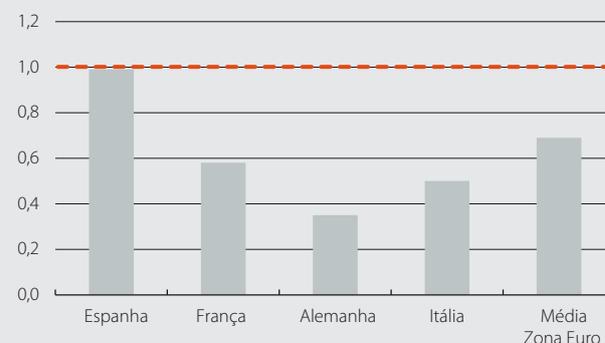
Entre o 1T de 2015 e o 1T de 2018, o emprego ETI cresceu 8,9% e o PIB avançou 9,8%, o que nos proporciona um rácio de 0,91 postos de trabalho criados por cada nova unidade do PIB, um valor muito alto e substancialmente acima dos restantes países da Zona Euro. Além disso, este valor contrasta com a experiência passada da economia espanhola. Por exemplo, o BCE estima que até 2008 o aumento do emprego por cada ponto percentual do crescimento do PIB espanhol era de 0,6%.³ No entanto, a análise do BCE mostra que, nos últimos anos, esta relação entre o emprego e o PIB tem vindo a diminuir de forma sustentável, de tal forma que Espanha encontra-se atualmente no pelotão da frente da Zona Euro, com quase 1% crescimento de emprego por cada ponto percentual de crescimento do PIB (ver o primeiro gráfico).

Em parte, esta melhoria no dinamismo do mercado de trabalho é uma consequência do facto de que a economia espanhola é capaz de começar a criar empregos a partir de taxas de crescimento do PIB mais baixas. De facto, como é possível observar no segundo gráfico, a curva que associa o crescimento do emprego no setor privado com o PIB (a denominada curva de Okun) deslocou-se para a esquerda desde 2012, de forma que, atualmente, a economia está a começar a criar emprego com base no crescimento do PIB de 0,5% em relação ao ano anterior (um limiar significativamente inferior aos 1,5% para o período 2006-2011). Na medida em que este movimento coincide no tempo da reforma laboral de 2012, esta poderia ser uma das mudanças estruturais que explicariam o maior dinamismo do mercado de trabalho, como foi analisado em diversos estudos.⁴

1. Segundo os dados da Contabilidade Nacional espanhola.
2. Este aumento foi ligeiramente inferior ao do PIB, de 3,3% em média, o que implica que a forte criação de emprego tem sido compatível com o ganhar de produtividade (entendida como produtividade aparente da mão-de-obra, ou seja, o PIB por trabalhador equivalente a tempo inteiro).
3. Consultar o artigo «A relação entre o emprego e o PIB desde a crise» no Boletim Económico 6/2016 do Banco Central Europeu.
4. Ver Izquierdo, M., Lacuesta, A. e Puente, S., «A reforma laboral de 2012: uma primeira análise de alguns dos seus efeitos sobre o mercado de trabalho», Boletim Económico, Bank of Spain, setembro de 2013.

Espanha: relação entre o crescimento do emprego e o PIB *

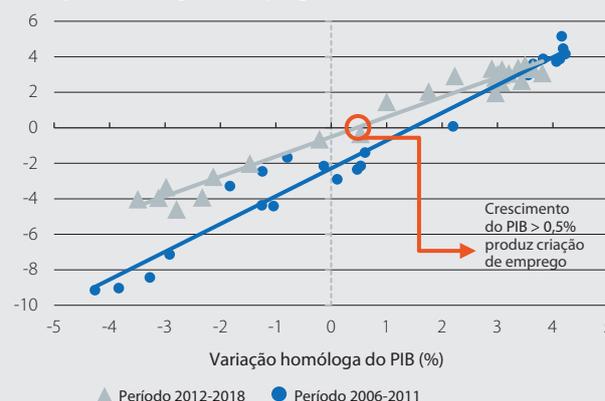
Variação do emprego (%) em resposta a 1% adicional de crescimento do PIB



Nota: * Estimativas do BCE, média para o período de 1999 a 2016.
Fonte: BPI Research, a partir de estimativas do BCE.

Espanha: crescimento do PIB e do emprego no setor privado

Variação homóloga do emprego (%)



Nota: Cada ponto no gráfico corresponde a um trimestre.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

No entanto, a forte criação de emprego também responde a um componente cíclico que não é insignificante. Em particular, a destruição de empregos causada pela última crise económica foi tão forte que, ao longo da recuperação, é necessário recriar um grande número de postos de trabalho. Isto deve-se ao fato de que durante o período 2008-2013 ocorreu uma destruição de emprego muito elevada, como resultado de um mercado de trabalho rígido e dual. Por um lado, a presença insuficiente de mecanismos para reduzir o número de horas trabalhadas por empregado (ou seja, a margem intensiva) fez com que o ajustamento fosse feito numa margem extensiva (ou seja, com reduções no quadro de pessoal). Assim, como é possível observar no terceiro gráfico, entre 2008 e 2013, a queda no emprego foi muito mais pronunciada do que a do PIB, até ao ponto de o rácio entre a redução do emprego e o PIB ter sido de 2,2%. Por outro lado, o número de

horas trabalhadas sofreu uma queda relativamente menor do que o emprego e, conseqüentemente, o número de horas trabalhadas por cada empregado aumentou nos primeiros anos da crise. Além disso, a menor proteção dos trabalhadores temporários (em relação aos trabalhadores com contrato sem termo) e uma taxa muito elevada de empregos temporários (de 30% no 1T de 2008) fomentaram esta redução no número de trabalhadores através da não renovação de contratos temporários (ver o quarto gráfico).

A composição setorial também é importante

Outro fator que explica o estreitar da relação entre o PIB e o emprego é a mudança no peso dos diferentes setores económicos. Durante o período de recessão (2008-2013), o setor da construção e da indústria sofreu mais do que o setor dos serviços e, como resultado, o peso do valor acrescentado bruto⁵ do setor dos serviços aumentou de 70% em 2008 para 76% em 2013. Dado que os serviços tendem a mostrar um menor crescimento da produtividade (ou seja, a relação entre o PIB setorial dos serviços por trabalhador cresce relativamente menos), um aumento no peso dos serviços contribui para reduzir a diferença entre o crescimento do PIB e do emprego no conjunto da economia. De facto, neste ponto, a comparação com a indústria é especialmente ilustrativa. O crescimento acumulado do emprego entre o 1T de 2014 e o 1T de 2018 foi semelhante nos dois setores (11,6% na indústria e 11,5% nos serviços), mas a respetiva evolução do seu valor acrescentado bruto tem sido muito diferente: durante o mesmo período (e em termos acumulados), enquanto o setor dos serviços cresceu 10,6%, o setor industrial cresceu 16,2%.

No entanto, a indústria e a construção também contribuem para uma maior intensidade na criação de empregos. Em particular, a forte destruição do emprego que ocorreu em ambos os setores durante a recessão (por exemplo, entre 2008 e 2013, dois em cada três empregos na construção e quase um em cada três na indústria desapareceram) faz com que hoje em dia apresentem fortes taxas de crescimento para recuperar parte do emprego perdido. Assim, no 1T de 2018 produziu-se um aumento do emprego de 2,9% no setor industrial e de 7,2% no setor da construção, enquanto entre 2000 e 2008 este crescimento foi de zero no primeiro e de 6,5% no segundo.

Como vai ser a relação entre o emprego e o PIB no futuro?

Além da pressão oferecida pela recuperação do emprego na indústria e na construção, a terceirização da economia (caracterizada pela tendência generalizada entre as principais economias de um maior peso dos serviços) e um mercado de trabalho menos rígido sugere que o estreita-

5. Em relação a toda a indústria, construção e setor dos serviços.

mento da relação entre o crescimento do PIB e o emprego que ocorreu em Espanha nos últimos anos pode ter um caráter duradouro. Assim, como vimos no segundo gráfico, a curva de Okun da Espanha deslocou-se para a esquerda e indica que atualmente a economia é capaz de criar emprego com taxas de crescimento do PIB mais baixas. Por outro lado, a inclinação mais baixa da curva de Okun, que também é observada no segundo gráfico, sugere que cada empregado adicional tem a capacidade de produzir mais (ou seja, cada aumento de 1% no emprego está associado a um maior aumento do crescimento do PIB) e que, além disso, em caso de recessão, a destruição do emprego seria menor.

No entanto, é importante lembrar que, apesar destas melhorias, o mercado de trabalho espanhol continua a ter muitos desafios pela frente, como a elevada taxa de emprego temporário (particularmente relevante no setor dos serviços), que representa um ponto fraco para o mercado de trabalho no caso de uma futura recessão.

Espanha: evolução do PIB, da população empregada e total de horas trabalhadas

Índice (100 = 1T 2008)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Espanha: população empregada por tipo de contrato

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Indústria									
Índice de produção industrial	1,9	3,2	2,8	2,8	5,2	2,7	1,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	-0,5	-0,1	4,3	2,8	3,3	0,8	-0,5
PMI das indústrias (valor)	53,2	54,8	54,9	53,6	55,9	55,3	54,4	53,4	53,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	18,4	23,5	25,1	25,1	28,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	13,8	12,2	13,3	14,5	15,1	16,9	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	1,6	2,7	3,1	2,7	-	...	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	9,9	10,3	10,3	9,1	8,1	6,3	5,4	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	57,8	56,8	54,5	56,8	55,6	56,4	...
Consumo									
Vendas comércio a retalho	3,8	0,9	2,0	0,8	0,4	1,9	0,3	-0,3	...
Matrículas de automóveis	11,4	7,9	6,3	6,7	10,8	11,8	12,3	7,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,8	-0,7	1,5	0,2	-1,5	-0,6	-0,7	0,5	1,8
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,7	2,6	2,8	2,8	2,6	2,4	-	...	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	19,6	17,2	17,2	16,4	16,5	16,7	-	...	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,0	3,6	3,8	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	...
PIB	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	-	...	-

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18	06/18
Inflação geral	-0,2	2,0	2,0	1,7	1,4	1,0	1,1	2,0	2,3
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,3	0,8	1,0	0,8	1,1	...

Setor exterior

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18
Comércio de bens							
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	5,6	7,6	8,9	5,8	6,8
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	5,7	9,0	10,5	6,6	7,9
Saldo corrente	21,5	21,9	22,0	21,0	21,9	21,1	18,5
Bens e serviços	33,7	33,4	33,4	32,7	33,4	33,3	31,2
Rendimentos primários e secundários	-12,2	-11,5	-11,5	-11,7	-11,5	-12,2	-12,7
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	24,2	24,6	24,3	23,5	24,6	24,0	21,3

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	2T 2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	04/18	05/18
Depósitos²								
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	2,5	2,3	3,2	2,4	2,2	2,6
À vista e poupança	16,0	17,6	18,8	17,2	15,9	12,2	10,6	10,3
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-24,9	-25,1	-24,6	-23,1	-22,0	-21,0
Depósitos das A. P.	-14,2	-8,7	-26,7	6,8	13,1	16,7	17,3	14,7
TOTAL	1,2	1,9	0,5	2,6	3,7	3,1	3,0	3,2
Saldo vivo de crédito								
Setor privado	-3,6	-2,2	-2,1	-2,3	-1,9	-2,2	-3,3	-3,1
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-3,0	-3,9	-3,3	-4,3	-6,9	-7,6
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,8	-2,7	-2,6	-2,4	-2,2	-1,9
Famílias - outros fins	2,0	3,7	3,2	3,3	4,5	4,9	4,0	6,1
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-12,6	-11,6	-11,4	-12,5	-10,5	-9,0
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,9	-3,0	-2,5	-2,9	-3,7	-3,5
Taxa de incumprimento (%)⁴	9,1	7,8	8,4	8,3	7,8	6,8	6,8	...

Notas: 1. Estimativa EPA; 2. Dados médios mensais; 3. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 4. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e de Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

A economia da partilha (*sharing economy*): de fenómeno emergente a peça fundamental da revolução digital

O que lhe sugerem expressões como *sharing economy*, *on demand economy* ou *gig economy*? Provavelmente, nada de especial. Até mesmo os norte-americanos, que vivem no país onde o fenómeno está mais desenvolvido, demonstram pouco conhecimento: ao perguntarem-lhes sobre o Pew Research Center em 2016, dois terços dos inquiridos nunca tinha ouvido falar da *sharing economy* e, no terço que tinha ouvido falar disso, 40% destacava o elemento de colaboração desinteressada entre pessoas, 25% afirmava que, apesar de ter ouvido a expressão, não sabia o que era e 16% respondia muito melhor e dizia que eram negócios ou indivíduos que partilhavam bens e serviços numa relação breve.

Por que dizemos que estes últimos respondiam melhor? Porque, quando revemos algumas das centenas de artigos, estudos e propostas políticas sobre a questão, descobrimos que, além da denominação, repetem-se quatro elementos na maioria das definições. O primeiro é que os serviços da *sharing economy* partilham o facto de estarem instrumentalizados em plataformas *online* e que, na maior parte dos casos, o acesso a essas plataformas se realiza através de uma aplicação de telemóvel ou tablet. Um segundo aspeto de definição é que são estabelecidas relações entre pares (*peer-to-peer*), sendo estes tanto indivíduos como empresas. Um terceiro elemento característico é que as relações entre os agentes têm um carácter temporário. Por fim, o quarto ingrediente da definição é o intercâmbio de ativos, recursos, tempo ou capacidades, de forma muito flexível e dinâmica. Assim sendo, se ocorrerem estes quatro aspetos combinados (porque, de forma individual, os elementos estão noutras formas de fazer negócios, por exemplo, o carácter temporário da relação ou o uso de plataformas digitais não são exclusivos da *sharing economy*) é provável que estejamos perante um fenómeno novo que chamaremos de *sharing economy* (economia da partilha).

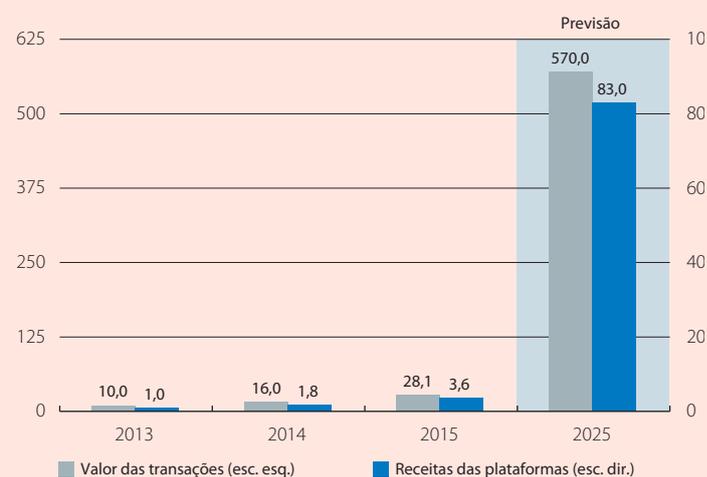
O facto de ser um fenómeno a despontar é mostrado pela dificuldade em fazer aproximações quantitativas fiáveis através das estatísticas convencionais. Para começar, uma parte das transações da *sharing economy* fica diretamente fora das medidas habituais, pois são atividades de não mercado. Porém, a quantificação é possível para as transações que implicam pagamentos em dinheiro. No geral, segue-se uma das seguintes abordagens: monitoriza-se a dimensão do consumo ou a da oferta.

No primeiro ponto de vista, e apesar de a evidência ser limitada, a principal conclusão a que se chega é que os consumidores ainda usam pouco a economia da partilha. De acordo com os relatórios mais confiáveis, entre 20% e 30% dos consumidores nos países desenvolvidos usou algumas das plataformas digitais que suportam esses serviços ou partilharam alguns dos ativos, tangíveis ou intangíveis, que são intercambiados. Outro aspeto que, por vezes, se analisa é se as famílias recebem algum rendimento neste âmbito. Nos EUA, de acordo com o Pew Research Center, em 2016, aproximadamente 25% dos norte-americanos receberam algum rendimento da *sharing economy*, embora, se eliminarmos a venda de bens em segunda mão, os valores fiquem reduzidos a menos de metade.

De acordo com a segunda abordagem, e seguindo o que talvez seja o relatório mais referenciado sobre o assunto,¹ é comum identificar os cinco principais setores que funcionam com modelos de negócios de *sharing economy*: alojamento de pares ou utilizadores, transporte entre utilizadores, serviços a famílias por pedido, serviços profissionais por pedido e financiamento colaborativo. De acordo com este relatório, na Europa e em 2015, estes cinco setores acumularam transações no montante de 28.000 milhões de euros, o que gerou receitas, para as plataformas digitais relacionadas, de 4.000 milhões de euros. Apesar de os níveis, por si só, não parecerem excessivos, o ritmo de crescimento nos últimos anos está a ser significativo, uma vez que as transações triplicaram entre 2013 e 2015, enquanto as receitas quadruplicaram.

Receitas e valor das transações relacionadas com a *sharing economy*

(Milhares de milhões de euros) (Milhares de milhões de euro)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do PwC.

1. Ver Vaughan, R. e Daverio, R. (2016), «Assessing the size and presence of the collaborative economy in Europe», PwC. Estudo a pedido da Comunidade Europeia para monitorizar o fenómeno da *sharing economy*.

Dada a velocidade da mudança que estamos a viver, a questão imediata é perguntar quais são as perspetivas futuras da *sharing economy*. Abordar essa questão requer uma reflexão prévia sobre quais são os fatores fundamentais que explicam a expansão do fenómeno. Em geral, o surgimento da *sharing economy* e a sua futura difusão é o resultado da confluência das mudanças em duas áreas diferentes, a estritamente tecnológica e a das expectativas do consumidor. Em relação ao primeiro aspeto, a digitalização e as plataformas oferecem aos fornecedores a possibilidade de adaptarem a sua oferta às mudanças de condições com alta flexibilidade. Essa flexibilidade deriva tanto da maneira como o serviço é oferecido (por exemplo, com poucas restrições horárias) como da possibilidade de explorar as informações dos utilizadores (usando tecnologias de *big data*, provavelmente). Esta prestação de serviços é muitas vezes realizada a um custo mais baixo, derivado, por exemplo, da eliminação de intermediários convencionais ou da exploração de ativos subutilizados (podemos pensar no uso pouco intensivo de bens como casas ou veículos, mas também de ativos intangíveis, como certos conhecimentos).

As alterações nas expectativas dos consumidores e nas suas solicitações são também substanciais. Em termos gerais, os benefícios obtidos pelos consumidores com a *sharing economy* são o resultado de uma combinação de fatores económicos tradicionais (melhores preços, menos tempo dedicado à procura ou melhor combinação de oferta e procura, para nomear os principais) e outros de natureza social ou ambiental, como a utilidade derivada da satisfação de realizar práticas de consumo entendidas como mais sustentáveis e favoráveis ao meio ambiente, mais transparência nas transações, razões puramente altruístas ou a sensação de cocriação, ou pelo menos de orientação, do serviço (através de propostas e/ou avaliação da experiência, por exemplo).

Sendo estes os fatores subjacentes à expansão da *sharing economy*, há que ver como interagem com os diferentes modelos de negócio. Como acontece com outras mudanças relacionadas com a inovação e os *choques* tecnológicos, em termos gerais, há que diferenciar três situações possíveis. A primeira seria a dos modelos de negócios criados do zero a partir de plataformas digitais e a abordagem colaborativa, e que tenham podido satisfazer favoravelmente as novas solicitações do consumidor. A estes modelos de negócio chamaremos «puros». Cronologicamente, os modelos de negócios «puros» foram os primeiros a materializarem-se e estão associados mais claramente ao fenómeno da economia de *sharing*. Chamamos «revolucionados» a um segundo grupo de modelos de negócio. Estes são aqueles que estão a sofrer alterações substanciais na sua forma tradicional de competir pelo surgimento da economia colaborativa e que, no futuro, provavelmente irão agrupar elementos de colaboração digital com outros aspetos do seu *core business* tradicional. Também existirão empresas cujo modelo de negócio não será afetado, ou que o serão apenas de forma paralela, pela *sharing economy* e que etiquetamos como «tradicionais».

Os exercícios de prospeção disponíveis concentram-se, na maioria dos casos, na identificação de setores, atividades e modelos de negócios «puros» (nos quais os fatores que impulsionam a economia da partilha estão a ser amplamente explorados) e na projeção no futuro das suas tendências. É o que, por exemplo, faz o estudo acima mencionado, e que, como pode ser visto no gráfico anexo, projeta que os rendimentos das plataformas e o volume de receitas se multipliquem por mais de 20 até 2025 nos cinco setores acima mencionados (alojamento entre pares ou utilizadores, transporte entre utilizadores, serviços a famílias por pedido, serviços profissionais por pedido e financiamento colaborativo).

Também não sabemos o que poderia ser o principal âmbito de expansão da *sharing economy*, a sua extensão a outros modelos de negócio já existentes. Por exemplo, podemos pensar em setores nos quais existam ativos subutilizados, sensibilidade à crescente sustentabilidade ambiental ou pressão para participar no processo de criação da experiência? Se a resposta for afirmativa, o setor poderia ser suscetível de ser revolucionado pelas plataformas digitais. Uma forma de perceber o potencial do processo é determinar quais os setores, convencionalmente definidos, que estão a ser afetados por modelos de negócios «puros» e ver o quanto estes são importantes na economia. De acordo com o Credit Suisse, as atividades «puras» de *sharing economy* interagem com setores que, nos países avançados, representam cerca 50% da economia. É pouco provável que o nível de penetração da *sharing economy* chegue a ser tão grande, mas esse número lembra que poucos setores podem ser considerados inexpugnáveis pelos seus efeitos disruptivos e que muitas empresas têm de conceber mudanças no seu modelo de negócio para reconverterem relações de concorrência com o *sharing* noutras formas de cooperação.

A *sharing economy*, em conclusão, é um fenómeno novo, como demonstra a forma esbatida como é definida, mas, além do nome, o que parece emergir é uma nova maneira de fazer negócios. Se hoje um novo Adam Smith fizesse o exercício intelectual ambicioso de conceptualizar o que temos chamado de «economia digital», provavelmente não já usaria o seu famoso exemplo da fábrica de agulhas para esclarecer aspetos fundamentais. Achamos que seria mais instrutivo explorar algumas plataformas digitais, nas quais, aliás, poderia vender aos seus pares, diretamente, o seu novo livro (ou melhor, *ebook*), que nos atrevemos a dizer que se poderia chamar, por exemplo, «A riqueza (digital) dos indivíduos».

A economia da partilha e o turismo

O surgimento da *sharing economy* reflete-se em muitas áreas económicas, mas está a ter um impacto especial no setor do turismo. Particularmente, muitos dos serviços oferecidos entre pares (*peer-to-peer* ou P2P) através das plataformas de *sharing* são apresentados como uma alternativa aos serviços de turismo profissional para alojamento, lazer e transporte. Dada a escala que muitas destas plataformas alcançaram nos últimos anos, não é surpreendente que parte do ecossistema turístico se tenha alterado. Neste artigo, analisamos o impacto que a economia da partilha está a ter no funcionamento do mercado turístico.

A popularização do *sharing* está a mudar a forma como alguns serviços turísticos são oferecidos e a criar novas formas de turismo (ver a figura em anexo). No entanto, o nível de penetração das diferentes plataformas no mercado do turismo varia de acordo com cada subsector. Especificamente, o impacto é especialmente elevado na fase inicial do ciclo de compras, onde as plataformas que colocam em contacto aqueles que alugam propriedades com potenciais clientes agem *de facto* como centrais de reservas de

Impacto da economia do sharing nas fases do ciclo de compras turístico

Pré-viagem (reserva)	Viagem	Destino	Pós-viagem
Alojamento	Transporte terrestre de passageiros	Atividades desportivas, recreativas e de entretenimento	Plataformas de resenhas
Tradicional	Partilhar despesas de deslocações	Aluguer de equipamentos	Troca de opiniões e recomendações sobre a qualidade dos serviços turísticos
Troca de casas entre dois particulares	Serviços de táxi	Tours e atividades turísticas	
Housesitting (cuidado de uma propriedade enquanto o proprietário está ausente)		Cursos e aulas	
Trabalho em troca de alojamento		Serviços de refeições e bebidas	
Plataformas de revenda de reservas de hotel entre particulares		Atividades gastronómicas	
Plataformas de resenhas		Aluguer de viaturas entre particulares (bicicletas, barcos, carros, etc.)	
Troca de informação entre utilizadores			

Fonte: BPI Research.

entre os particulares não seja um fenómeno recente – sempre existiram trocas alternativas ou não convencionais entre particulares – esta interação costumava ser limitada a amigos e conhecidos. Assim, as plataformas digitais tornaram possível estender estas pequenas trocas à relação entre indivíduos desconhecidos numa escala sem precedentes, ao reduzir os custos de acesso ao mercado por parte dos ofertantes e os custos de transação. Especificamente, as plataformas *peer-to-peer* permitem ao consumidor comparar preços entre diferentes ofertantes, saber mais sobre o bem ou o serviço oferecido, conhecer a opinião de outros utilizadores antes de decidir e, em muitos casos, comunicar diretamente com o fornecedor do bem ou serviço.

Em segundo lugar, as mudanças culturais e económicas ocorridas nos últimos anos levaram o consumidor a estar cada vez mais aberto à partilha de recursos e ao acesso a ativos de forma temporária, em vez de os possuir. Entre estas mudanças, destaca-se o maior interesse pelo elemento social e pela comunidade – o desejo de expandir o círculo social por intermédio de novos elos em comum – bem como a maior preocupação com o meio ambiente.² Da mesma forma, o turismo de hoje em dia coloca geralmente mais ênfase no custo e na relação entre a qualidade e o preço dos serviços que contrata, em parte devido à grande variedade de serviços que tem ao seu dispor. Neste contexto, o setor do turismo é um candidato ideal para a expansão de modelos de negócio associados ao *sharing*, devido à natureza dos serviços oferecidos. Assim, os bens que possuem um

alojamento turístico, complementando a oferta tradicional. Também encontramos plataformas que ajudam os utilizadores a criarem o seu próprio pacote turístico, facilitando a troca de informações (resenhas, comentários, classificações, recomendações, etc.) com outros turistas e residentes locais para planear a viagem. Da mesma forma, nas fases de viagem e destino, os serviços de transporte terrestre de passageiros também alteraram devido ao aparecimento do *sharing*, destacando o aluguer temporário de viaturas entre particulares como outro dos exemplos mais proeminentes no setor do turismo.

Também na fase de destino, que é caracterizada por serviços intensivos em termos de mão-de-obra, especialmente ao nível do contacto com o cliente, popularizaram-se plataformas de *sharing* que oferecem serviços mais personalizados, como experiências gastronómicas nas quais os turistas partilham um jantar com moradores locais e experiências de viagem, como *tours* turísticos organizados por moradores locais que se apresentam como uma alternativa mais «autêntica» aos serviços oferecidos pelos operadores turísticos tradicionais.

Existem vários fatores que explicam esta popularização da *sharing* no setor do turismo. Em primeiro lugar, a digitalização e as novas tecnologias são indispensáveis para compreender o *boom* da economia da partilha.¹ Embora a oferta de atividades turísticas

1. Parlamento Europeu (2017), «Tourism and the sharing economy», Briefing.

2. Botsman, R. e Rogers, R. (2010), «What's Mine Is Yours: The Rise of Collaborative Consumption», Nova Iorque: Harper Collins.

custo mais elevado e aqueles que são usados de forma mais casual são os mais propensos a serem «partilhados» com terceiros, por isso não é de surpreender que os serviços de habitação e transporte sejam os mais afetados pelo aparecimento destes novos modelos de consumo.

Em terceiro lugar, porque as expectativas atuais dos turistas mudaram. Especificamente, os consumidores do turismo – especialmente os jovens – estão mais abertos a organizar viagens por sua conta e exigem cada vez mais desfrutar de experiências únicas e personalizadas.³ Este desejo crescente de desfrutar de experiências «autênticas» levou ao surgimento de novos nichos de mercado. Neste contexto, a economia colaborativa ganhou popularidade ao oferecer a possibilidade de contratar este tipo de experiências, mais flexíveis e menos estandardizadas,⁴ como estadias em alojamentos pouco comuns ou experiências gastronómicas partilhadas com residentes locais.

A tudo isto soma-se o facto de que as atividades de *sharing* terem sido desenvolvidas num momento de rápido crescimento do setor do turismo⁵ – o número de turistas internacionais aumentou 38% desde 2010 –⁶ com o qual o aumento deste tipo de atividades tem sido ainda mais visível.

Quais são os seus efeitos no mercado turístico?

Desde um ponto de vista das empresas de turismo (oferta), a chegada do *sharing* está a transformar o contexto no qual se desenvolvem. Com o surgimento destas plataformas digitais P2P, a oferta turística, geralmente composta por empresas tradicionais, aumentou consideravelmente, pois as barreiras à entrada no setor reduziram-se significativamente (é fácil para qualquer particular tornar-se num fornecedor de serviços turísticos). Neste contexto, as empresas estabelecidas no mercado foram pressionadas a responder a estas mudanças para se manterem competitivas. Muitas destas empresas concentraram os seus esforços na tentativa de atender às expectativas do turista, muitas vezes reduzindo preços, melhorando a qualidade dos serviços oferecidos, inovando ou ampliando os serviços oferecidos. Por exemplo, fornecedores tradicionais de alojamentos turísticos introduziram programas de fidelização que oferecem benefícios adicionais aos seus clientes e começaram a oferecer atividades e eventos que tentam «unir» os hóspedes com os moradores locais e a cultura local. No entanto, como muitas das atividades associadas ao *sharing* não estão incluídas na legislação atual, ocorrem situações de concorrência desleal em muitos casos, dado que as empresas já estabelecidas, ao contrário dos novos participantes no mercado, estão sujeitas a um regulamento mais restrito. Por conseguinte, é importante desenvolver um quadro regulamentar que ofereça segurança jurídica e regras de jogo equilibradas para todos os concorrentes (para mais pormenores, ver o artigo «Os desafios da regulação perante a economia da partilha neste mesmo Dossier). Por sua vez, até agora a economia colaborativa teve um impacto nas transações entre pares, onde uma das partes é um consumidor final. Entretanto, a médio prazo, existe um elevado potencial para o surgimento de modelos de negócios associados ao *sharing* nos quais as empresas do setor partilham recursos, a fim de reduzir custos e a melhorar a eficiência com que operam.

Para o consumidor (procura), este aumento e melhoria na oferta de serviços turísticos tem sido muito positivo, dado que lhe confere um maior poder de escolha e decisão.⁷ Hoje em dia, os turistas têm à sua disposição cada vez mais opções de alojamento, lazer e viagens, permitindo-lhes escolher a opção que melhor se adapta ao seu gosto, necessidades e possibilidade de pagar. Além disso, pode facilmente comparar qualidades entre diferentes fornecedores do mundo inteiro e conhecer a opinião de outros turistas antes de decidir sobre um bem ou serviço. Por outro lado, a economia do *sharing* também contribuiu para fomentar uma nova procura no mercado turístico.⁸ Assim, as plataformas P2P pelo facto de oferecerem uma oferta alternativa de serviços turísticos, atraem novos e diferentes perfis de turistas. Alguns destes novos turistas são atraídos pela oferta de experiências locais, enquanto para outros, especialmente os mais jovens, a atratividade baseia-se no preço mais baixo e na acessibilidade digital do serviço. Neste sentido, esta «nova» oferta pode ajudar a criar novos nichos de mercado ou atrair turistas para destinos que não eram populares. No entanto, a fim de garantir um nível adequado de proteção do consumidor e padrões mínimos de qualidade, é necessário que estas atividades estejam legisladas.

Em suma, a chegada do *sharing* e dos novos modelos de negócios associados ao mesmo tiveram efeitos disruptivos na indústria do turismo e mudaram a maneira como os consumidores veem e usam os serviços tradicionais de turismo. A economia da partilha pode contribuir para melhorar a competitividade do setor e complementar a oferta tradicional. No entanto, o rápido crescimento experimentado nos últimos anos representa um desafio regulamentar significativo, uma vez que muitas destas atividades não estão abrangidas pela legislação atual. Adaptar o quadro jurídico para responder a esta nova realidade é, portanto, uma questão pendente.⁹

3. Amadeus Research Study (2013), «Trending with NextGen Travelers».

4. OCDE (2016), «Tourism Trends and Policies 2016», OECD Publishing.

5. Parlamento Europeu (2017).

6. Dados da Organização Mundial do Turismo (UNWTO).

7. Stephany, A. (2015), «The Business of sharing: Making it in the New Sharing Economy», Palgrave Macmillan.

8. OCDE (2016).

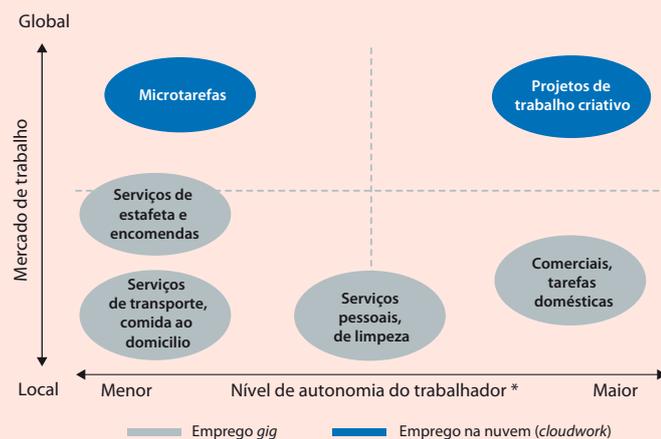
9. Comissão Europeia (2016), «A European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

A economia da partilha e o mercado de trabalho

A maior parte dos nossos pais e avós trabalhou a vida inteira na mesma empresa em que começou a sua carreira profissional, uma perspetiva impensável para os jovens de hoje que ingressam no mercado de trabalho. Atualmente, as relações de trabalho não convencionais¹ são cada vez mais comuns e, em parte, estão por trás da elevada taxa de empregados a tempo parcial, com contrato temporário ou por conta própria (19,4%, 12,2% e 13,7%, respetivamente, em 2017 na UE). Além disso, o *boom* da economia colaborativa levou à criação de outro novo tipo de emprego não convencional, o emprego «on-demand». As plataformas digitais favorecem este tipo de emprego, reduzindo os custos de transação e permitindo um *matching* de oferta e procura de emprego em tempo real. Se fizéssemos uma comparação com as relações humanas, o trabalho convencional seria como um casamento, um projeto familiar a longo prazo, e o trabalho na *sharing economy*, uma série de relações através de uma aplicação de encontros.

Especificamente, o denominado emprego «on-demand» pode ser agrupado em duas grandes categorias: emprego *gig* e emprego na nuvem. O emprego *gig* é caracterizado pelo facto de os indivíduos usarem plataformas digitais para encontrar clientes aos quais oferecem serviços, alguns mais intensivos em mão-de-obra (como o serviço de entrega ao domicílio) e outros mais intensivos em termos de capital (como pode ser o caso do aluguer de uma casa). Em contraste, no trabalho na nuvem (*cloud work*) são as empresas que procuram, através da Internet, tarefas ou serviços que precisam de ser executados. Nos mercados de emprego na nuvem, como a Amazon Mechanical Turk, Freelancer ou Upwork, são exigidos serviços muito diversos de programação de computadores, design, tradução, tarefas administrativas ou de contabilidade, etc., muitos dos quais até agora não eram assim tão fáceis de externalizar. Muitas vezes, estes serviços consistem em microtarefas simples que podem ser efetuadas num curto espaço de tempo – como preencher um inquérito – e outras vezes são trabalhos mais complexos, como o desenho integral de um site.

Tipologia do emprego na sharing economy



Nota: * O nível de autonomia do trabalhador é menor quando a plataforma exerce maior controlo sobre os preços e as condições de prestação de serviços, enquanto é maior quando o trabalhador decide de forma mais independente.

Fonte: BPI Research, a partir da Comissão Europeia (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».

Apesar da visibilidade de alguns empregos que foram criados através da *sharing economy* (pense naquelas bicicletas de entrega ao domicílio que existem nalgumas cidades), é difícil estimar com precisão quantas pessoas trabalham no setor. Por enquanto, as estatísticas oficiais, como o inquérito às forças de trabalho (EPA), não incluem detalhes sobre estes empregos,² nem as plataformas digitais fornecem dados detalhados sobre quantos trabalhadores as utilizam. No entanto, existem estudos que os tentam contabilizar através de um algoritmo de *big data*. Harris e Krueger (2015) estimaram que cerca de 0,5% da força de trabalho norte-americana estava empregada na economia colaborativa. De acordo com De Groen e Maselli (2016), o equivalente europeu seria em torno de 0,05% (cerca de 100 mil trabalhadores ativos). Outras estimativas através de inquéritos, dados fiscais ou movimentos bancários apontam para percentagens mais altas, embora com medidas que não são diretamente comparáveis. Assim, cerca de 22% da população dos EUA oferece serviços nalgum momento através de aplicações *online*³ e, na UE, entre 1 e 5%.⁴ O emprego na economia da partilha representa, assim, uma pequena percentagem da força de trabalho, mas está a crescer a grande velocidade.⁵

O emprego na economia colaborativa oferece vantagens claras em termos de flexibilidade. Os indivíduos decidem quando e onde trabalham, o que lhes permite trabalhar até mesmo para pessoas que, de outra forma, não o fariam devido a problemas de mobilidade ou outras restrições. Além disso, o custo reduzido de entrada facilita o acesso ao mercado de trabalho a indivíduos que anteriormente seriam facilmente excluídos do mesmo. Por exemplo, de acordo com a Uber, 25% dos seus motoristas em Paris estavam desempregados antes de começarem a trabalhar, e muitos residiam em *banlieues* desfavorecidas com uma elevada taxa de desemprego. Assim, através da utilização de aplicações de *sharing economy*, obtiveram emprego e rendimentos em tempos de necessidade.

- De acordo com a Organização Internacional do Trabalho, as seguintes categorias são consideradas como trabalho não convencional: trabalho a tempo parcial, com contrato temporário e trabalho por conta própria.
- Por agora, o Canadá é o único país que incluiu no EPA perguntas sobre a economia colaborativa, o qual obteve que cerca de 0,5% da força de trabalho em 2016 trabalhou na mesma (Statcan, 2017).
- Ver Burson-Marsteller, Aspen Institute e TIME (2015), «The collaborative economy survey».
- Parlamento Europeu (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».
- Ver Farrell e Creig (2016), «The Online Platform Economy: What is the growth trajectory?», JP Morgan Chase Insights.

No entanto, nem tudo são vantagens: as condições de trabalho do emprego «on-demand» são geralmente piores do que noutros tipos de emprego. Particularmente, o salário médio destes empregos é muito menor do que o salário mínimo e o número de horas semanais trabalhadas é metade do que a do resto dos trabalhadores (ver o segundo gráfico). De facto, para muitos deles, é uma forma de emprego tão complementar e intermitente que, muitas vezes, nem sequer consideram que estão a trabalhar. No que diz respeito aos empregos em simultâneo, o facto de efetuar diversas tarefas em diferentes funções dificulta a especialização e o desenvolvimento da carreira profissional. Além disso, uma maior insegurança no trabalho pode ter custos para a saúde ao nível de ansiedade, stress, etc.

Uma questão que produz controvérsia é o estatuto legal de emprego de indivíduos que têm empregos «on-demand». Atualmente, o trabalho da *sharing economy* é legalmente considerado como o de um trabalhador por conta própria, dado que possui muitos elementos característicos do mesmo. O indivíduo escolhe quando trabalha e quantas horas faz, fornece os meios para realizar o serviço, como uma viatura da qual é proprietário, e cobra apenas por cada serviço efetuado. No entanto, existem alguns elementos do seu trabalho que são mais típicos de um empregado por conta de outrem, particularmente em termos de condições de preços e serviços, muitas vezes determinados pelas aplicações. Além disso, essas empresas usam a reputação *online* por intermédio de *classificações* e desenham algoritmos que afetam a probabilidade de um indivíduo oferecer um serviço e até mesmo de ser excluído da plataforma. Quando o fazem, as plataformas estão a exercer mecanismos de controlo sobre os prestadores de serviços mais próprios de empregados por conta de outrem, que são obrigados a segui-los para prestarem o serviço.

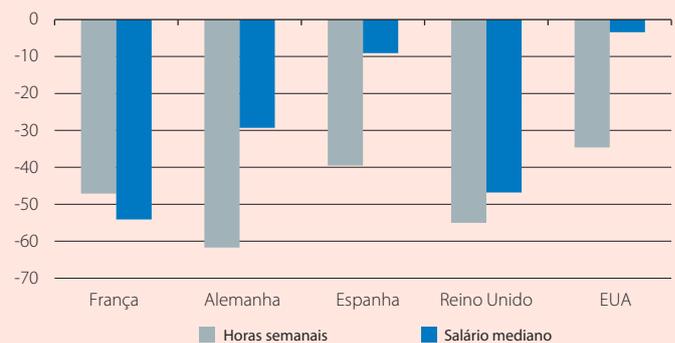
Em relação aos direitos do trabalho, os trabalhadores da *sharing economy* não costumam ter direito à negociação coletiva, ao direito de associação para negociar as condições de prestação de serviços com as plataformas, nem estão cobertos por outros direitos fundamentais dos trabalhadores, como por exemplo a não discriminação. Da mesma forma, a idiossincrasia do trabalho efetuado, com uma infinidade de serviços, clientes, etc., limita a cobertura social e a acumulação de direitos destes trabalhadores.

Todas estas questões levaram a um debate sobre se é necessário um estatuto específico para estes trabalhadores. Vários proponentes, como Harris e Krueger⁶ defenderam um estatuto de «trabalhador independente» que incluiria direitos como a sindicalização, mas não outros, como o salário mínimo ou o seguro de desemprego. De facto, algumas plataformas estão a começar a oferecer seguro de acidentes de trabalho para os seus «trabalhadores» ou o direito de associação. No entanto, alguns países já possuem relações de trabalho para «trabalhadores por conta própria dependentes», uma nova figura criada antes da chegada da *sharing economy*, mas que poderia ajustar-se à mesma.⁷

Apesar do debate permanecer aberto e certamente depender de cada setor e plataforma específica, é importante realçar que muitas características do trabalho na *sharing economy* são semelhantes a outros empregos não convencionais e que podem ser consideradas em conjunto.⁸ Por exemplo, a dificuldade de acumular direitos de prestações sociais em empregos não convencionais fez ganhar apoios para a proposta de vincular direitos aos indivíduos em vez de aos postos de trabalho.⁹ Com isto, os direitos poderiam ser acumulados e transferidos de um emprego para outro, com o qual não se perderiam, enquanto a flexibilidade do mercado de trabalho seria facilitada. Em suma, a necessidade de adaptar a proteção social não se limita apenas ao emprego na economia colaborativa, mas a todos os empregos «não convencionais» que são cada vez mais comuns nas economias do século XXI, nos quais a globalização e as mudanças tecnológicas estão a alterar a forma como produzimos... e trabalhamos.

Comparação do emprego na economia colaborativa e na economia tradicional *

Percentagem



Nota: * Comparação das horas semanais trabalhadas na economia colaborativa em comparação com a média de horas em cada país e com os rendimentos médios na economia colaborativa em relação ao salário mínimo no país.

Fonte: BPI Research, a partir da Comissão Europeia (2017), «The Social Protection of Workers in the Platform Economy».

6. Ver Harris, D. e Krueger, A. B. (2015), «A Proposal for Modernizing Labor Laws for the Twenty-First-Century Work: The "Independent Worker"», The Hamilton Project, DP 2015-10.

7. Em Espanha, o trabalhador por conta própria economicamente dependente (TRADE) é aquele que fatura mais de 75% das suas vendas para um único cliente.

8. Ver De Estefano, V. (2016), «The rise of the "just-in-time workforce": On-demand work, crowdwork and labour protection in the "gig-economy"», ILO.

9. OCDE (2018), «Opportunities for All: OECD Framework for Policy Action on Inclusive Growth».

Os desafios da regulação perante a economia da partilha

O crescimento da economia da partilha oferece aos seus utilizadores a possibilidade de usufruir de vantagens associadas a esta nova forma de fazer negócios, desde melhores preços até uma maior flexibilidade, através de um uso mais eficiente dos ativos subutilizados.¹ No entanto, nem tudo o que brilha é ouro: os modelos de negócios relacionados com a economia colaborativa também apresentam novos e empolgantes desafios ao nível da regulação. Isto não deveria surpreender se considerarmos que a legislação atual ainda não se adaptou totalmente a estes modelos de negócios, que não existiam no momento em que o quadro regulamentar foi elaborado em muitos dos seus aspetos como, por exemplo, normas de proteção do consumidor ou do quadro fiscal.

Neste sentido, o desafio para as administrações é enorme. De facto, o debate já se abriu em torno da possibilidade de criar um quadro regulamentar específico que inclua as novas realidades específicas da *sharing economy*. Neste artigo, classificamos os desafios que os órgãos reguladores enfrentam em três categorias: desafios relacionados com os consumidores, com as empresas e com o quadro competitivo que determina as relações entre consumidores e empresas.

Vamos começar pela regulação da *sharing economy* em todos os aspetos que afetam os consumidores. Para encontrar algumas respostas, pode-nos ajudar o facto de já existirem alguns dados que servem para avaliar como os consumidores entendem a dimensão deste fenómeno. Assim, a Comissão Europeia levou a cabo um inquérito cujos dados revelam que, em 2016, mais de metade dos inquiridos estavam cientes da existência da economia colaborativa, mas apenas 17% tinham utilizado pelo menos uma vez as plataformas digitais que fornecem estas atividades.² Neste mesmo inquérito indivíduos familiarizados com a *sharing economy* foram questionados sobre quais são os aspetos destes novos modelos de negócios que consideravam menos satisfatórios. Dois de cada cinco concordaram que uma das principais desvantagens como consumidores era a falta de conhecimento sobre quem deveria assumir a responsabilidade pelos problemas que poderiam surgir ao efetuar a transação.

Esta resposta exemplifica perfeitamente a existência de algumas lacunas que fazem com que muitos consumidores tenham uma certa sensação de incerteza quando acedem aos bens e serviços fornecidos pela *sharing economy*. Nas transações da economia tradicional, os consumidores são protegidos por diversos direitos oferecidos pelo quadro regulamentar e definem claramente como as transações devem ser efetuadas com as empresas. No entanto, na economia colaborativa, na maior parte dos casos normalmente as responsabilidades de cada uma das partes envolvidas nas transações não estão bem definidas. Portanto, podem surgir situações em que o consumidor não pode reclamar a devolução de um produto, não possui todas as informações sobre as características do bem ou serviço que espera receber ou que o mesmo não cumpre com os requisitos mínimos de segurança e de proteção do produto para a saúde. Este último exemplo pode ser encontrado em plataformas que permitem a partilha de refeições preparadas em casa de particulares, mas os desafios da regulamentação não são nada fáceis: É conveniente que as cozinhas particulares destes apaixonados pela culinária tenham de passar pelos mesmos controlos de higiene que os restaurantes? Não necessariamente, dado que esta regulamentação poderia representar uma barreira de entrada enorme que iria desencorajar a utilização deste tipo de atividades. Neste sentido, um argumento utilizado para evitar o excesso de regulamentação da *sharing economy* é que a mesma pode ser «autorregulada» através de diferentes modelos de reputação e de certificados, através dos quais os utilizadores podem avaliar uns aos outros e, desta forma, garantir requisitos mínimos de qualidade e segurança de uma maneira descentralizada e informal. No entanto, existem limitações a estes métodos, pois nem sempre é possível contrastar a veracidade destas avaliações. Este exemplo mostra a necessidade (e a dificuldade) de definir uma estrutura regulamentar que proteja os consumidores sem desincentivar a inovação e o desenvolvimento destes modelos de negócios.

Vamos agora voltar à regulação da *sharing economy* relacionada com as empresas. Um elemento que deve ser considerado é que as empresas de economia colaborativa operam num ambiente com um quadro regulamentar que não está especificamente concebido para as mesmas. Isto favorece a existência de algumas lacunas regulamentares que podem dificultar o rastreamento por parte das agências tributárias, favorecendo o aumento da economia paralela. Assim, a regulação deveria ser capaz de distinguir corretamente entre as relações nas quais as partes envolvidas na transação não são profissionalizadas e as empresas que utilizam as plataformas, para que estas possam vender os seus produtos ou serviços com uma carga fiscal menor. Nesta linha, as recomendações não vinculativas da Comissão Europeia consideram uma boa prática para os estados-membros estabelecerem limites mínimos, a partir dos quais os fornecedores deixarão de ser considerados não profissionalizados para serem tratados

1. Ver o artigo «A Economia da Partilha: de fenómeno emergente a peça fundamental da revolução digital» neste mesmo Dossier.

2. Ver Comissão Europeia (2016), «European agenda for the collaborative economy - supporting analysis», Commission Staff Working Document.

como empresas em termos de normativa e de tributação fiscal. No entanto, é uma proposta que carece de especificidade, dado que não determina quais são os limites que devem existir, como também as métricas com as quais devem ser medidos estes mesmos limites, que ficam à escolha de cada estado-membro (ou mesmo das autoridades regionais e locais).

Em termos fiscais é necessário promover uma harmonização a nível europeu. Por um lado, é sabido que a falta de coordenação entre os estados-membros da UE torna mais fácil para algumas empresas beneficiarem dos regimes fiscais que lhes são mais favoráveis. Por outro lado, a segmentação regulamentar entre os países dificulta a internacionalização de muitas empresas ligadas à *sharing economy*. A escalabilidade destas plataformas é um fator fundamental para o seu desenvolvimento e a adaptação às idiossincrasias regulamentares de cada estado-membro limita-a, o que faz com que a capitalização e o tamanho das plataformas *online* na Europa sejam menores do que nos EUA.³

Finalmente, no que diz respeito ao quadro competitivo, o surgimento destas novas empresas pode melhorar a situação de vários agentes que participam na *sharing economy*. A sua entrada no mercado aumentou a concorrência em cada setor, beneficiando diretamente o consumidor, que pode escolher entre uma extensa variedade de fornecedores e, frequentemente, desfrutar de preços mais baixos. Da mesma forma, os concorrentes tradicionais também podem beneficiar da entrada destes novos agentes, se forem capazes de incorporar total ou parcialmente a tecnologia disruptiva e, assim, melhorar a sua produtividade, ou alcançar um maior número de consumidores.

No entanto, os novos modelos de negócio apresentam, pelo menos, dois desafios para manter uma estrutura competitiva adequada. A primeira é a falta de concorrência entre as empresas que pode ocorrer nos setores em que as plataformas ligadas à *sharing economy* estão a surgir. A razão subjacente é que estas plataformas estão baseadas na interação entre diferentes utilizadores e produzem o que é conhecido como externalidade da rede: a utilidade de consumir um bem ou serviço,⁴ para que estes mercados acabem por ser dominados por um número relativamente pequeno de empresas. Neste sentido, é imprescindível que o quadro regulamentar considere as idiossincrasias destas atividades e garanta um quadro competitivo saudável, no qual as situações de monopólio sejam evitadas, com o prejuízo para a inovação que estas situações implicariam.

O segundo desafio que surge com o aparecimento de novos modelos de negócios relacionados com a economia colaborativa é definir um quadro competitivo que seja igualmente rigoroso para todas as empresas, a fim de evitar situações de concorrência desleal. Como dissemos, algumas plataformas associadas à *sharing economy* encontraram lacunas no atual quadro regulamentar que permitiram obter certas vantagens competitivas (como menor carga fiscal ou administrativa). O desafio para o regulador consiste em estabelecer uma estrutura flexível e ágil que estimule a inovação e o bom desenvolvimento das atividades da economia colaborativa sem prejudicar a segurança jurídica, o qual é essencial para que todos os agentes estejam em igualdade de condições. É evidentemente uma tarefa complexa: o regulador deve encontrar a maneira de combinar a necessidade de maior flexibilidade, por um lado, com a salvaguarda da segurança jurídica, por outro.

À complexidade de todos os desafios descritos neste artigo, deve ser acrescentada outra característica: a grande agilidade no ritmo de inovação destas plataformas, superior à capacidade de adaptação das autoridades reguladoras. Isso faz com que, até agora, o regulamento tenha andado a reboque das mudanças nos modelos de negócios. Portanto, o novo quadro regulamentar deve ser capaz de conter os problemas referidos anteriormente, ao mesmo tempo que deve tentar ser eficaz perante os desafios futuros que as inovações vão apresentar.

Em suma, a *sharing economy* trouxe muitas oportunidades para consumidores e empresas, mas também provocou incertezas para os consumidores, empresas e para o contexto competitivo da economia. O certo é que veio para ficar e, portanto, as autoridades devem adaptar o regulamento a essa realidade de uma forma justa, rápida e responsável.

3. Ver Petropoulos, G. (2017) «An economic review of the collaborative economy», Bruegel.

4. Como exemplo extremo da externalidade na rede, na altura em que o telefone foi inventado, o consumidor que comprou o primeiro exemplar não pôde tirar partido das vantagens do mesmo. No entanto, à medida que outros consumidores compraram este novo dispositivo, a utilidade do primeiro consumidor aumentou ao ser capaz de telefonar para outras pessoas.

DADOS RELEVANTES

BPI 31 de março de 2018		GRUPO CAIXABANK 31 de março de 2018	
	MILHÕES €		MILHÕES €
Recursos de clientes	32.708	Recursos de clientes	351.420
Crédito à clientela, bruto	22.697	Crédito à clientela, bruto	223.249
Resultado atribuído, acumulado no ano	210	Resultado atribuído ao Grupo, acumulado no ano	704
Resultado atribuído da atividade em Portugal, acumulado no ano	118	Capitalização bolsista	23.150
Clientes (milhões)	1,9	Clientes (milhões)	15,7
Empregados	4.896	Empregados	37.107
Agências	503	Agências	5.318
Terminais de autosserviço	1.350	Agências « <i>retail</i> » em Espanha	4.618
		Terminais de autosserviço em Espanha	9.394
		OBRA SOCIAL DA FUNDAÇÃO BANCÁRIA "la Caixa": Orçamento 2018	MILHÕES €
		Social	307,5
		Investigação e formação de excelência	91,1
		Divulgação, cultura e conhecimento	121,4
		TOTAL ORÇAMENTO	520

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

Análise clara, ordenada e rigorosa da situação económica portuguesa, espanhola, europeia e mundial, bem como da evolução dos mercados financeiros, com artigos especializados das questões chave da atualidade económica e financeira.

Contém também previsões sobre o crescimento do PIB e inflação em países desenvolvidos e emergentes, previsões de taxas de juro, taxas de câmbio e matérias primas.

DAILY REPORT

Comentário sintético ao comportamento dos mercados financeiros internacionais, principais oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, commodities e índices bolsistas.

PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de commodities e mercados de ações.

NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2018

© CaixaBank, S.A., 2018

Produção: www.marsil.pt

