

IM12

INFORMAÇÃO MENSAL
DEZEMBRO 2018



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Petróleo: reflexões e perspetivas para 2019

ECONOMIA INTERNACIONAL

EUA: o que está a acontecer com a desaceleração do setor imobiliário?

ECONOMIA ESPANHOLA

Salários em Espanha: uma estabilização igual para todos?

DOSSIER: PERSPETIVAS 2019

2019, uma visão desde o futuro

Bancos centrais, ao leme de um contexto mais volátil

Politics is the name of the game: dinâmicas e riscos políticos em 2019 e mais além

A economia espanhola em 2019: um ano de transição para níveis mais sustentáveis

Perspetivas para Portugal: crescimento saudável que está para durar

INFORMAÇÃO MENSAL**Dezembro 2018**

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

BPI Research (UEEF)www.bancobpi.pt[https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi/](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-publicacoes-bpi)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@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 novembro de 2018

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMO EXECUTIVO****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *Petróleo: reflexões e perspetivas para 2019***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *EUA: o que está a acontecer com a desaceleração do setor imobiliário?*17 *O primeiro orçamento da UE com 27 países***21 ECONOMIA PORTUGUESA****24 ECONOMIA ESPANHOLA**26 *Salários em Espanha: uma estabilização igual para todos?*28 *A diversificação geográfica das empresas de exportações espanholas: algumas sim, outras não***30 DOSSIER: PERSPETIVAS 2019**30 *2019, uma visão desde o futuro*32 *Bancos centrais, ao leme de um contexto mais volátil*34 *Politics is the name of the game: dinâmicas e riscos políticos em 2019 e mais além*36 *A economia espanhola em 2019: um ano de transição para níveis mais sustentáveis*38 *Perspetivas para Portugal: crescimento saudável que está para durar*

Perspetivas 2019

Há um ano, este editorial concentrava-se nos desafios políticos do exercício que estamos prestes a fechar. Focava-se em Donald Trump, no *Brexit* e nas eleições italianas. Também manifestámos um desejo: que o editorial deste ano, sobre as perspetivas para 2019, não tivesse que voltar a incidir nos populismos. Infelizmente, voltamos a fazê-lo novamente: a guerra comercial entre os EUA e a China, o *Brexit* e a política italiana continuam a ser os três principais elementos de incerteza e risco.

As tensões entre os EUA e a China acabaram por afetar a economia mundial nos últimos meses. A imposição de taxas aduaneiras às importações chinesas por parte dos EUA, e a resposta da China, aumentando também estas mesmas taxas aduaneiras às importações norte-americanas, colocou obstáculos nas engrenagens que compõem as cadeias de fornecimento globais. Além disso, não se pode descartar o facto de que as tensões possam aumentar, apesar da trégua acordada na reunião do G-20 em Buenos Aires. Os EUA sentem que estão bem preparados para a guerra (comercial), com uma economia apoiada num grande incentivo fiscal que impulsiona a procura interna, o que reforça a credibilidade das ameaças do seu presidente (por outro lado, bastante imprevisível). De qualquer forma, prevemos que seja finalmente alcançado um acordo, porque parece haver margem de manobra para tal e porque todas as partes estão interessadas em não prolongar excessivamente a incerteza. Caso contrário, Trump poderia acabar por sentir a pressão da bolsa norte-americana.

Quanto ao *Brexit*, enfrentamos uma corrida de obstáculos exigente. Este mês, o Parlamento de Westminster decidirá se aprova ou não o acordo alcançado entre Theresa May e a UE. A não aprovação aumentaria consideravelmente o risco de uma saída abrupta e desordenada do Reino Unido a 29 de março, o que teria sérias consequências para a atividade económica daquele país e abalaria a libra britânica. Se for alcançada uma saída acordada, ainda permanecem as negociações sobre o futuro quadro de relações entre o Reino Unido e a UE. No entanto, o período de transição contemplado atualmente – até finais de 2020 e que poderá ser prolongado até ao final de 2022 – parece dar espaço suficiente para negociar calmamente um acordo que será extremamente complexo. Estamos mais preocupados com o risco a curto prazo do que com a incerteza em torno da negociação sobre o futuro quadro de relações.

Finalmente, a Itália: um fator com capacidade para desestabilizar a Zona Euro. Se o confronto entre o governo italiano e a Comissão Europeia aumentar de tom, o prémio de risco italiano pode disparar e provocar a perda de acesso aos mercados por parte da Itália. Seria uma situação de alta tensão. O BCE interviria para limitar o contágio para outros países, mas dificilmente estaria em condições de apoiar a Itália, a menos que o governo solicitasse um resgate. Perante esta situação, o cenário mais provável seria uma convocatória de eleições em Itália e a formação de um novo governo que recuperasse a confiança dos mercados. Contudo, e em qualquer caso, estaríamos a contemplar alguns meses de enorme incerteza nos quais seria colocada em questão a integridade da Zona Euro.

Em grande medida, a evolução destes três grandes desafios marcará 2019. O nosso cenário central pressupõe que, em qualquer caso, estas incertezas não terão consequências de maior, embora não estamos a contar com uma resolução imediata das mesmas. Dependendo da sua evolução, 2019 poderá surpreender pela negativa ou (por que não?) pela positiva. Feliz 2019!

Cronologia

NOVEMBRO 2018

- 5 Os EUA restabelecem sanções ao Irão.
- 21 A Comissão Europeia recomenda a abertura de um procedimento de défice excessivo à Itália.
- 25 A UE e o Reino Unido assinam um acordo de saída.

SETEMBRO 2018

- 24 Os EUA tornam efetivo um novo aumento de taxas aduaneiras de 200.000 milhões de dólares para importações chinesas.
A China aplica um novo aumento das taxas aduaneiras a 60.000 milhões de dólares de importações norte-americanas.
- 26 A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. até a situar no intervalo 2,00%-2,25%.
- 30 O Canadá junta-se ao acordo comercial preliminar entre os EUA e o México para substituir o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA).

JULHO 2018

- 6 Entra em vigor a primeira fase de aumento das taxas aduaneiras entre os EUA e a China (de 34 000 milhões de dólares em importações, de um total de 50.000 milhões).

OUTUBRO 2018

- 12 A agência de classificação Moody's eleva o *rating* de Portugal, de Ba1 para Baa3 (novamente em grau de investimento).
- 19 A agência de classificação Moody's baixa o *rating* da Itália, de Baa2 para Baa3.

AGOSTO 2018

- 20 A Grécia sai do terceiro resgate financeiro após oito anos de supervisão da UE, do BCE e do FMI.
- 23 Entra em vigor a segunda fase de aumento das taxas aduaneiras entre os EUA e a China (de 16.000 milhões de dólares em importações, de um total de 50.000 milhões).
- 27 Os EUA e o México anunciam um acordo comercial preliminar para substituir o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA).

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.

Agenda

DEZEMBRO 2018

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
- 6 Conselho Europeu.
- 10 Portugal: comércio internacional (outubro).
- 12 Portugal: IPC (novembro).
- 13 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 18 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (3T).
- 18-19 Comité Monetário da Fed.
- 20 Portugal: créditos e depósitos (outubro).
- 21 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
- 26 Espanha: posição de investimento internacional líquido (3T).
- 28 Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Execução orçamental do Estado (novembro).
Espanha: evolução do IPC (dezembro).
Portugal: execução orçamental da Adm. Púb. (novembro).

JANEIRO 2019

- 8 Portugal: emprego e desemprego (novembro).
- 9 Portugal: comércio internacional (novembro).
- 10 Espanha: Índice de produção industrial (novembro).
- 11 Portugal: IPC (dezembro).
- 15 Espanha: contas financeiras (3T).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 24 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 29 Espanha: inquérito de população ativa (4T).
- 30 Portugal: execução orçamental do Estado (dezembro).
Portugal: emprego e desemprego (dezembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
EUA: PIB (4T e 2018).
- 29-30 Comité Monetário da Fed.
- 31 Espanha: evolução do PIB (4T).
Espanha: evolução do IPC (janeiro).
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).

Chega ao fim um ano positivo e 2019 já dá sinais de boas perspectivas

2018: cumpriram-se os prognósticos. À medida que o ano chega ao fim, já temos todos os ingredientes para fazer um balanço de como decorreu. É certo que o ano do qual nos despedimos tem sido globalmente positivo e o crescimento acabou por mostrar um dinamismo significativo. Olhando para trás, no final de 2017 prevíamos que o crescimento mundial em 2018 seria de 3,8% e, afinal, parece que a economia mundial vai crescer 3,7%. Nas economias avançadas, o crescimento em 2018 poderá até ser ligeiramente superior à nossa previsão de há um ano. Estes dados positivos do bloco das economias avançadas são explicados, em grande medida, porque o crescimento dos EUA surpreendeu com registos elevados graças ao significativo incentivo fiscal que a administração Trump implementou. Para 2019, será complicado que esta elevada taxa de crescimento possa ser sustentada, dado que o incentivo fiscal vai desaparecer gradualmente. As economias emergentes sentiram algumas dificuldades: o seu crescimento em 2018 andará muito provavelmente em torno dos 4,7%, em vez dos 4,9% que projetámos há um ano. Assim, a maior incerteza causada pelas tensões comerciais entre os EUA e a China e as vulnerabilidades macrofinanceiras demonstradas por alguns países emergentes (especialmente a Argentina e a Turquia) num contexto de normalização da política monetária nos EUA tiveram algum impacto, mas as taxas de crescimento ainda são muito significativas. Por outro lado, os mercados financeiros notaram os efeitos deste contexto de maior exigência e sofreram uma maior volatilidade que, em momentos específicos, foi acompanhada por importantes correções (especialmente nas bolsas europeias e emergentes, se observarmos a evolução na totalidade do ano).

2019: boas perspectivas, mas com riscos negativos. Em 2019 mantêm-se as boas perspectivas para a economia global, com um crescimento previsto de 3,6%. Assim, os riscos negativos continuam a ser suficientemente importantes, pelo que devemos permanecer atentos. No lado macrofinanceiro, os bancos centrais enfrentam o desafio de que a normalização monetária não perturbe as condições macrofinanceiras com interrupções. No lado geopolítico, os riscos protecionistas vão continuar a ser relevantes, apesar de se esperar uma perda de intensidade destes fatores após a cimeira do G-20 no início de dezembro. E, no respeitante à Zona Euro, não podemos esquecer que os dois suspeitos do costume, o *Brexit* e a Itália, vão continuar a dar muito que falar.

A Zona Euro confirma um padrão de crescimento mais estável. Em 2018, a Zona Euro conseguiu, 10 anos após o início da Grande Recessão, fechar a sua lacuna de produção e regressar a taxas de desemprego com níveis próximos aos verificados no final de 2006. Ao mesmo tempo, o cres-

cimento desacelerou, em grande parte devido ao menor dinamismo das exportações, que têm sido responsáveis pela desaceleração do comércio global. Em contraste, a procura interna permanece forte e suportada no mercado de trabalho e em condições financeiras acomodáticas. Assim, encara-se 2019 com a perspectiva de continuar a ser o principal motor de crescimento, pois apesar do fim das compras líquidas, o BCE vai continuar a favorecer umas condições financeiras acomodáticas. Desta forma continuamos a aguardar pelo aumento gradual da taxa de juro de referência no final do próximo ano.

Espanha continua a crescer a bom ritmo. Um ligeiro abrandamento da economia espanhola, após três anos excecionais era inevitável devido ao afrouxar de ventos favoráveis tão significativos como o baixo preço do petróleo e a desvalorização do euro. De facto, já tínhamos antecipado nas nossas previsões de há um ano que a economia espanhola iria notar uma ligeira desaceleração ao longo de 2018 e que iria transitar para níveis de crescimento mais sustentáveis. No entanto, também é necessário salientar que o dinamismo económico se mantém, como é possível observar no dado positivo do PIB no 3T, que cresceu 0,6% em cadeia incentivado pela força da procura interna, especialmente ao nível do consumo privado. Em contraste, as exportações continuam a mostrar uma evolução mais fraca do que era de esperar, um fenómeno que também observamos em vários países desenvolvidos. Contudo, as perspectivas continuam a ser positivas. Destaque para o bom ritmo de recuperação do mercado de trabalho: nos últimos 12 meses, foram criados 562.544 novos empregos. No entanto, ainda existe um nível de dívida pública e de dívida externa elevado, o que faz com que a economia espanhola seja vulnerável a possíveis alterações de sentimento do investimento global.

Portugal: estabilização do crescimento, mas mantêm-se as perspectivas favoráveis. O 3T mostrou um crescimento significativamente menor do que no passado (0,3% em cadeia face aos 0,6% no 2T), um registo explicado por uma depressão temporária do consumo privado e por um menor dinamismo do setor externo. Embora a economia portuguesa esteja a ser afetada pela desaceleração da Zona Euro, esperamos que volte a ganhar força no 4T e que em 2019 continue a crescer em níveis em torno dos 2%. O facto é que temos motivos razoáveis para manter o nosso otimismo: os indicadores de confiança continuam a mostrar uma evolução positiva, o mercado de trabalho goza de boa saúde (crescimento homólogo de 2,1% em termos de criação de emprego no 3T e estabilização da taxa de desemprego em torno dos 6,7%) e o investimento continua a avançar significativamente.

Média do último mês do período, exceto quando é especificado o contrário

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	2,70	3,32	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,44	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	2,90	3,20	3,15
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	3,10	3,50	3,40
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	-0,23	0,12	0,62
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,13	0,27	0,79
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,52	0,08	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,48	1,26	1,96
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,16	0,84	1,43
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,62	1,29	1,86
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,68	2,26	2,76
Prémio de risco	11	192	114	110	120	100	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,13	0,98	1,73
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,77	1,56	2,24
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,93	2,56	3,11
Prémio de risco	19	369	346	149	145	130	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,15	1,23	1,24
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,65	129,15	131,44
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	96,09	116,06	113,02	111,00	105,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,89	0,87	0,86
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,77	0,71	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	76,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,09	56,10	53,23

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	3,3	3,7	3,7	3,6	3,5
Países desenvolvidos	2,7	1,1	1,7	2,3	2,3	2,0	1,8
Estados Unidos	2,7	1,4	1,6	2,2	2,8	2,3	1,9
Zona Euro	2,3	0,2	1,9	2,5	1,9	1,8	1,7
Alemanha	1,6	1,0	2,2	2,5	1,6	1,9	1,8
França	2,0	0,6	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,3	1,6	1,0	0,9	1,0
Portugal	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Espanha	3,8	-0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Japão	1,5	0,3	1,0	1,7	0,9	1,0	0,6
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,7	1,3	1,7	1,9
Países emergentes	6,6	5,2	4,4	4,7	4,7	4,6	4,6
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,5	6,2	6,0
Índia	9,7	6,7	7,9	6,2	7,4	6,9	6,2
Indonésia	5,5	5,8	5,0	5,1	5,1	4,9	4,8
Brasil	3,6	2,3	-3,3	1,1	1,3	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,1	2,0	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,8	3,2	3,0
Rússia	7,2	1,2	-0,2	1,5	1,6	1,9	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	3,8	0,8	3,2
Polónia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,7	3,0	2,7
África do Sul	4,4	2,0	0,7	1,3	1,1	1,3	1,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,4
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,9	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	1,9
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,8	1,8	1,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	2,0	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,2	1,9	1,7
Itália	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,6	1,5
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,3	1,5	1,8
Espanha	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,8	1,8
Japão	-0,3	0,4	-0,1	0,5	1,0	1,1	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,3	2,0
Países emergentes	6,8	6,0	4,2	4,3	4,9	5,0	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,1	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,0	3,5	4,6
Indonésia	8,4	6,0	3,5	3,8	3,2	3,1	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,7	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,8	4,1	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	4,4	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	15,8	18,7	12,0
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	5,0	5,5	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	2,4	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,8	0,6	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,2	4,7	4,5
Bens de equipamento	1,3	-1,0	7,6	13,7	6,6	6,5	5,5
Construção	-1,6	-7,0	-1,3	8,3	4,6	6,2	5,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,5	-1,4	2,1	3,1	2,4	2,3	2,1
Exportação de bens e serviços	5,2	3,4	4,4	7,8	6,8	5,2	4,3
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,7	8,1	7,1	6,0	4,5
Produto interno bruto	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,4	1,2	3,3	2,4	0,9	0,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,5	6,2
Índice de preços no consumidor	3,0	1,3	0,6	1,6	1,3	1,5	1,8
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-9,4	-4,9	0,6	0,5	0,0	-0,2	-0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	0,9	0,6	0,5
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,5

Nota: 1. Acumulado quatro trimestres.

Previsões

Economia espanhola

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

Notas: 1. Não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões

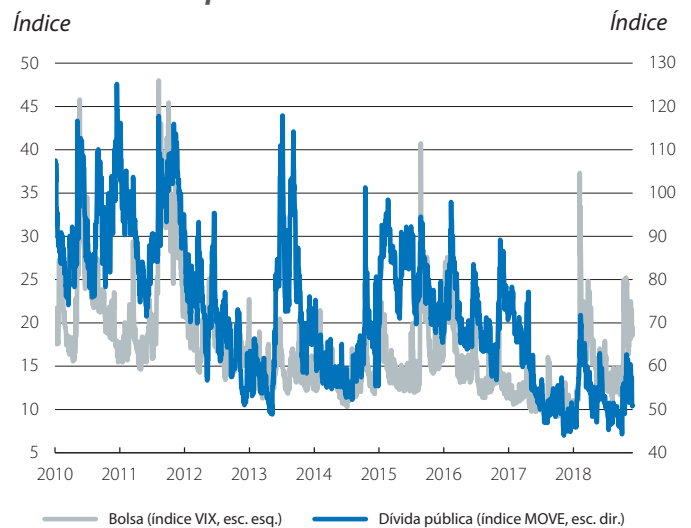
A instabilidade mantém-se em novembro

Os mercados financeiros dão sinais de volatilidade na parte final do ano. Após um mês de outubro marcado por perdas nas bolsas internacionais, especialmente nos EUA, os mercados prosseguiram com uma dinâmica sem tendência. As tensões comerciais entre os EUA e a China e as tensões políticas na Europa (concentradas em Itália e nas negociações do *Brexit*) continuam a marcar a evolução da maioria dos ativos financeiros. Além disso, a esta situação juntou-se o medo, entre os investidores, de que em 2019 a economia mundial possa desacelerar mais do que o previsto (uma situação que penalizou especialmente o preço do petróleo). Perante esta preocupação nos mercados financeiros, tanto a Fed como o Banco Central Europeu mantém uma visão positiva do cenário macroeconómico para as suas respetivas regiões e continuam com as suas estratégias de normalização da política monetária.

As principais bolsas internacionais não conseguem escapar à tendência negativa de outubro. As tensões comerciais entre a China e os EUA, com o receio de que comprometam o crescimento da procura global, provocaram quedas nas principais bolsas internacionais. Além disso, na Europa, os índices também foram prejudicados por dados de crescimento económico decepcionantes, especialmente na Alemanha, e pelas tensões entre a Itália e a Comissão Europeia em torno da política fiscal italiana. No entanto, na parte final do mês, as bolsas dos EUA e da Europa recuperaram parte do terreno perdido nas semanas anteriores (algumas até conseguiram fechar o mês em positivo), impulsionadas pela esperança, entre os investidores, de que as tensões comerciais entre a China e os EUA, por um lado, e na Itália, por outro, poderiam suavizar. Por outro lado, nas economias emergentes, o índice MSCI para o conjunto da região apresentou um comportamento muito volátil e conseguiu fechar o mês em terreno positivo, apesar de o desempenho ter sido desigual entre os continentes (os índices asiáticos avançaram enquanto os latino-americanos, liderados pelo México, registaram perdas).

O euro mantém-se fraco no câmbio âncora com o dólar. As tensões políticas em torno da Itália e a deceção dos indicadores de atividade da Zona Euro também afetaram o mercado cambial, onde o euro desvalorizou para perto de 1,12 dólares, o valor mínimo do corrente ano. Por outro lado, os diferentes movimentos nas negociações do *Brexit* provocaram uma desvalorização da libra britânica face à maioria das moedas internacionais. Assim, apesar da Comissão e o Reino Unido terem chegado a um acordo de saída que minimiza as ruturas, os câmbios foram mais afetados pelos receios de que o mesmo não seja aprovado pelo Parlamento do Reino Unido e dê lugar a um *impasse*. Por outro lado, nas economias emergentes, as moedas latino-americanas – lideradas pelo peso argentino e pelo real brasileiro – desvalorizaram, enquanto as moedas asiáticas ganharam terreno face ao dólar.

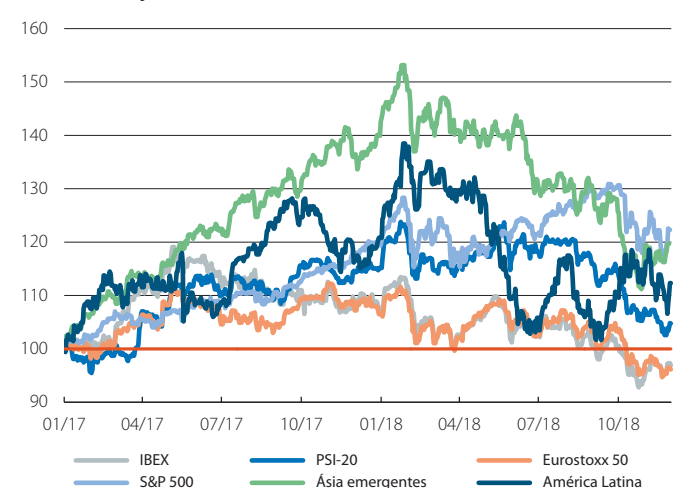
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2017)



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

Moedas internacionais face ao dólar



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

Os principais bancos centrais mantêm o plano traçado. Nos Na reunião realizada a 8 de novembro, a Fed manteve as taxas de juro inalteradas no intervalo 2,00%-2,25%. Igualmente, o comunicado de imprensa após a reunião confirmou a visão positiva da Reserva Federal sobre o crescimento da atividade económica e sublinhou que a robustez do mercado de trabalho, juntamente com uma taxa de inflação em torno da meta dos 2%, reforça a estratégia de aumentos graduais das taxas de juro. Por sua vez, o BCE publicou as atas da sua última reunião (de 25 de outubro), onde os membros do Conselho do BCE confirmaram a sua visão positiva do cenário macroeconómico, embora alguns deles tivessem mostrado preocupação pelo facto de que os riscos sobre o crescimento económico provenientes do contexto externo o possam ter afetado negativamente. No entanto, os membros do Conselho do BCE, apoiando-se na força da procura interna, destacaram a intenção de começar a reorientar gradualmente a política monetária com o termo das compras líquidas de ativos em dezembro.

As taxas de juro dos ativos de refúgio diminuem. A turbulência nas bolsas internacionais e a incerteza em torno da política fiscal italiana levaram a um aumento na procura de obrigações consideradas mais seguras. Assim, a taxa de juro da obrigação soberana americana a 10 anos caiu mais de 20 p. b., chegando a situar-se abaixo dos 3%, enquanto o *bund* alemão perdeu 15 p. b. na sua rentabilidade e fechou o mês abaixo dos 0,33%. Por outro lado, os prémios de risco na periferia da Zona Euro mantiveram-se nos níveis mais elevados dos últimos meses. Assim, o prémio de risco italiano chegou a ultrapassar os 325 pontos, um nível que não se registava desde 2013, enquanto os prémios espanhóis e portugueses flutuaram ligeiramente acima dos 120 e 150 pontos, respetivamente. No entanto, no fim do mês o prémio de risco italiano voltou a flutuar em torno dos 290 pontos, ao ser favorecido por notícias que sugeriam a possibilidade de que o governo italiano moderasse a sua meta de défice fiscal para 2019.

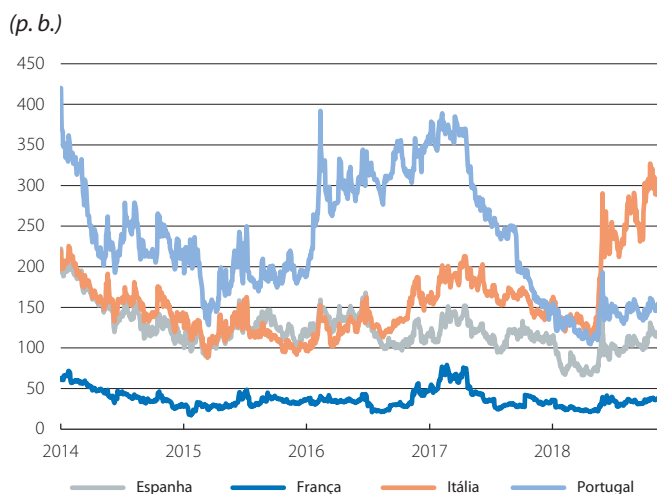
Queda do petróleo em novembro. Após o forte aumento verificado durante o verão, quando o preço do barril de Brent chegou a ultrapassar os 85 dólares, em novembro o preço do petróleo chegou a descer para menos de 60 (o nível mais baixo do ano). Esta diminuição deveu-se a uma maior produção de crude por parte dos EUA e do conjunto dos membros da OPEP, que até à data tinham cortado a oferta acima do que foi acordado nas suas últimas reuniões. Igualmente, os EUA anunciaram isenções às sanções das exportações do Irão, o que tornou mais fácil a oito países (incluindo a China, Índia e o Japão) continuar a importar temporariamente crude iraniano. Finalmente, a expectativa de um abrandamento no crescimento da procura global de petróleo nos próximos trimestres também ajudou a afetar negativamente o preço do barril de Brent (ver Focus «Petróleo: reflexões e perspectivas para 2019» neste mesmo IM). Acresce que foi decidido na reunião de Viena um corte adicional de 1.2 milhões de barris de petróleo/dia que irá contribuir para um novo equilíbrio entre a oferta e a procura neste mercado.

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



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.

Petróleo: reflexões e perspectivas para 2019

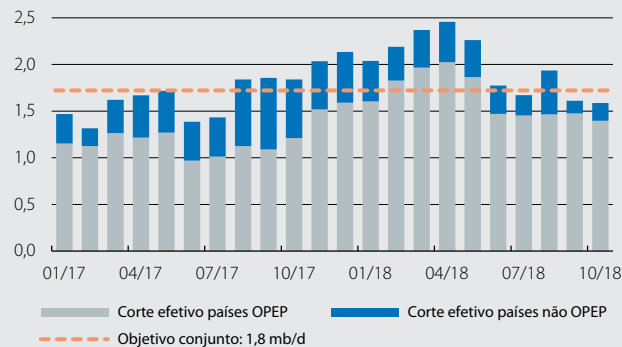
O Ano de 2018 foi turbulento para o mercado do petróleo. No início do ano, o preço do crude rondava os 65 dólares e as principais agências esperavam que o preço andasse perto deste nível no fim do ano. No entanto, no final do 3T, o preço do Brent ultrapassava os 85 dólares (uma recuperação acumulada de quase 30%), razão pela qual os analistas reviram as suas previsões em alta. Como exemplo, no início do ano, a Agência de Energia dos EUA (EIA, em inglês) estimou que o preço do barril de Brent situar-se-ia em cerca dos 60 e dos 61 dólares em 2018 e 2019, respetivamente. Em outubro, as projeções para 2018 e 2019 aumentaram para 74 e 75 dólares por barril, respetivamente. No entanto, nas últimas semanas, o preço sofreu uma queda de 20 dólares desde os valores máximos de outubro. Neste contexto, é muito útil fazer um exercício de reflexão que nos ajude a esclarecer os principais fatores que determinaram estas mudanças súbitas. Esta situação vai-nos ajudar a ajustar as perspectivas para 2019.

Pressões da oferta

Em primeiro lugar, ao longo do ano, o conjunto da OPEP e os seus parceiros cortaram a sua produção de petróleo para além do que estava acordado inicialmente (ver o primeiro gráfico).¹ Uma razão fundamental por trás desta quebra de produção é que a Venezuela, o país com as maiores reservas comprovadas de crude, está a sofrer uma recessão económica grave que tem vindo a forçar uma redução na produção de petróleo:² passou de mais de dois milhões de barris por dia no início de 2016 para pouco mais de metade no final de 2018. Um exercício simples serve para sublinhar a queda da produção de petróleo venezuelana: enquanto em termos médios dos últimos anos a OPEP cortou a produção em mais 20% do que estava acordado,³ o grau de cumprimento do conjunto da OPEP teria sido de 98% se a Venezuela tivesse produzido de acordo com os níveis estipulados. No entanto, a Venezuela não é o único país com problemas de produção. As exportações de petróleo do Irão, o terceiro maior produtor da OPEP, foram penalizadas pelas sanções impostas pelos EUA. Estas sanções foram implementadas a 5 de novembro, mas já afetavam tanto a produção como a exportação de crude anteriormente. De facto, desde o anúncio das sanções em maio, e até novembro, a produção de petróleo iraniano reduziu 10% e as exportações caíram 35%. No entanto, alguns dias antes das sanções entrarem em vigor, os EUA anunciaram uma isenção tem-

Acordo de cortes na produção de crude: índice de cumprimento*

Milhões de barris diários (mb/d)



Nota: * O objetivo de cortes da OPEP situa-se em 1,2 mb/d, enquanto o objetivo de cortes dos sócios não pertencentes ao cartel é de 0,6 mb/d.

Fonte: BPI, a partir dos dados da Bloomberg.

porária de sanções a oito países, entre os quais se destacavam a China e a Índia, os dois maiores importadores de crude do Irão (juntos representam cerca de 70% das importações). Isto atenuou a tensão ao nível da oferta de petróleo e contribuiu para a recente descida de preços entre outubro e novembro.

Devido aos ajustamentos de produção do Irão e da Venezuela, devemos colocar a questão de quem poderá compensar a sua produção. Para responder a esta pergunta, vamos focar-nos nos países pertencentes à OPEP que estão a produzir abaixo da sua capacidade. Um dos indicadores que nos ajuda a entender o quão ajustado é o mercado de petróleo é o excesso de capacidade, que a EIA define como o volume de produção que pode ser comercializado em menos de 30 dias e que pode ser sustentado pelo menos durante 90 dias. Por exemplo, se o excesso de capacidade for zero, os produtores estão a operar à sua capacidade máxima e não possuem espaço de manobra para aumentar a sua produção a curto prazo. Portanto, níveis mais baixos de excesso de capacidade sugerem uma maior tensão em termos de oferta de petróleo. Se analisarmos estes valores por país, vemos que a Arábia Saudita não é só o maior produtor de petróleo do cartel, como também é o que tem a maior capacidade produtiva dos últimos anos. Atualmente possui cerca de 50% do excesso de capacidade da OPEP e, neste sentido, é o único produtor com uma margem de manobra suficientemente grande para compensar as perdas do Irão e da Venezuela (ver o segundo gráfico).⁴ De facto, o aumento da produção de petróleo saudita observado nos últimos meses sugere que estão a compensar estas per-

1. Para mais detalhes sobre o acordo de produção, ver o Focus «Acordo de produtores de produtores de petróleo: o retorno do cartel» na IM01/2017.

2. De acordo com as últimas previsões do Fundo Monetário Internacional, o PIB real da Venezuela sofreu uma queda acumulada de cerca de 30% nos últimos dois anos.

3. Isto foi parcialmente compensado por um corte 24% inferior entre os países não-OPEP. Assim, em conjunto, todos os países do acordo reduziram a produção em mais 6% do que o estabelecido desde janeiro de 2017.

4. Devido às sanções às exportações de petróleo iranianas, excluímos o Irão do agregado dos restantes países da OPEP, assumindo que a sua capacidade de improdutividade dificilmente pode proporcionar um fator de apoio ao mercado mundial de petróleo.

das. No entanto, esta situação vai em detrimento de um menor excesso de capacidade, que como é possível observar no segundo gráfico, está agora em níveis relativamente baixos.

Outro país que poderia compensar as perdas do Irão e da Venezuela são os EUA. No entanto, os constrangimentos em termos de produção de petróleo *shale* têm abrandado o seu crescimento. Estes problemas manifestam-se em dois aspetos. Por um lado, existe um problema logístico a curto e médio prazo devido à escassez de oleodutos (a rede de tubagens através da qual o petróleo é transportado a longas distâncias). Estão a ser construídos novos oleodutos, mas possivelmente não vão estar operacionais até ao final de 2019, sendo provável que a produção de *shale* não seja capaz de recuperar com todo o seu potencial até essa data. Por outro lado, existem outros problemas a longo prazo, tais como a elevada rotatividade de pessoal no setor (nível reduzido de desemprego) e a utilização intensiva da água e da areia para a extração do petróleo de xisto. Enquanto que a taxa de desemprego nos EUA foi de 3,8% no terceiro trimestre do ano, no setor petrolífero foi de 2,3%, o que está a dificultar a contratação e a fazer aumentar o custo da mão-de-obra. Além disso, para extrair mais petróleo dos poços, as empresas estão a utilizar mais do dobro da água e do solo que utilizaram em 2014, provocando problemas logísticos e ambientais.

Em conjunto, o menor excesso de capacidade, a redução dos inventários⁵ e os constrangimentos nos EUA indicam que o abastecimento de petróleo está agora mais vulnerável do que no início do ano face a outras perturbações inesperadas, provocando uma maior incerteza e volatilidade no mercado do crude. Isto refletiu-se nas grandes variações do preço do barril de Brent ao longo de 2018. Por exemplo, o preço subiu de 62 para 79 dólares entre fevereiro e maio, de 70 para 86 dólares entre agosto e outubro, e de repente caiu de 86 para 65 dólares entre outubro e novembro.

Fatores de procura

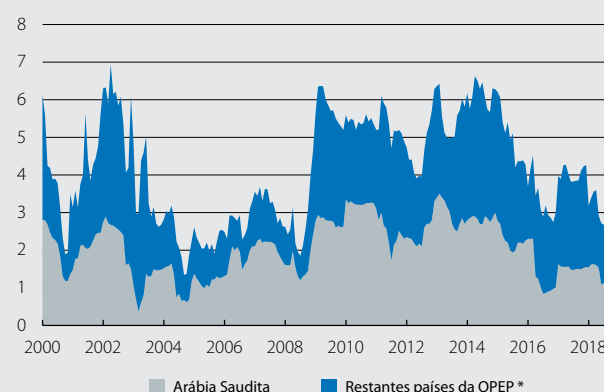
No lado da procura, em 2017 e no início de 2018, o crescimento económico mundial acima do esperado e liderado, principalmente, pelas economias emergentes, suportou a procura de crude e contribuiu para o aumento do preço do petróleo.⁶ No entanto, nos últimos meses, o consenso dos analistas provocou uma revisão negativa das expectativas de crescimento económico para o resto do ano e para o próximo. Neste sentido, desde maio que a EIA tem vindo a rever negativamente as previsões de consumo global de petróleo (ver o terceiro gráfico). Além disso, em meados de novembro, a OPEP também reduziu as suas

5. Ver o Focus «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?» na IM07/2018.

6. A China foi responsável por 40% do crescimento da procura por petróleo no ano passado.

Capacidade de produção de crude não utilizada

Milhões de barris diários

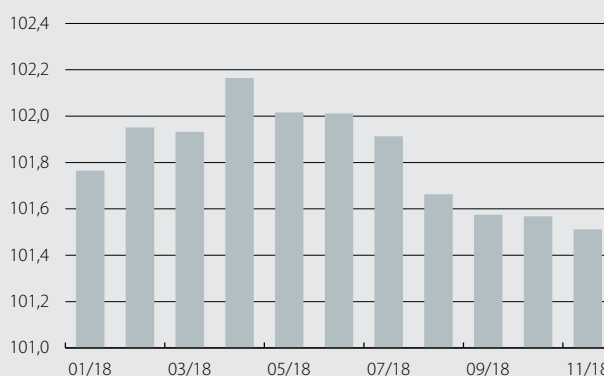


Nota: * Inclui todos os países pertencentes ao cartel, exceto o Irão e a Arábia Saudita.

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

Expectativas de consumo de petróleo para 2019*

Milhões de barris diários



Nota: * Os dados refletem como variaram as expectativas de consumo de petróleo para 2019 ao longo do ano.

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

perspetivas para o consumo mundial de crude tanto para 2018 como 2019, outro fator que motivou a queda no preço do petróleo entre outubro e novembro.

Perspetivas de futuro

Com todos estes elementos, é provável que a volatilidade continue a condicionar a evolução do petróleo nos próximos meses. Por um lado, os riscos geopolíticos e qualquer rutura adicional na produção poderiam acentuar ainda mais um mercado por si só já volátil. Neste contexto, os cortes de produção acordados na reunião de 6 e 7 de dezembro entre a OPEP e os seus parceiros deverão reduzir a incerteza sob a evolução da oferta do crude em 2019. No entanto, a médio prazo, a desaceleração da economia mundial e o recrudescer da produção de *shale* poderão provavelmente exercer uma pressão negativa nos preços.

Taxas de juro (%)

	30-nov	31-out	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,32	-0,32	0	1,3	1,3
Euribor 12 meses	-0,15	-0,15	0	3,6	3,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,66	3	0,8	8,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,60	-0,62	2	2,7	8,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,31	0,39	-8	-11,7	-5,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,50	1,55	-5	-6,7	5,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,83	1,87	-4	-11,3	-4,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Libor 3 meses	2,74	2,56	18	104,6	125,3
Libor 12 meses	3,12	3,08	4	101,3	116,8
Dívida pública a 1 ano	2,68	2,65	3	94,8	107,3
Dívida pública a 2 anos	2,79	2,87	-8	90,7	100,8
Dívida pública a 10 anos	2,99	3,14	-15	58,5	58,0

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-nov	31-out	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	81	74	7	35,8	32,2
Itraxx Financeiro Sénior	104	92	12	60,5	57,3
Itraxx Financeiro Subordinado	211	187	24	106,2	100,0

Taxas de câmbio

	30-nov	31-out	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,132	1,131	0,0	-5,7	-4,9
EUR/JPY (ienes por euro)	128,440	127,760	0,5	-5,1	-4,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,887	0,886	0,1	-0,1	0,8
USD/JPY (ienes por dólar)	113,570	112,940	0,6	0,8	0,9

Matérias-primas

	30-nov	31-out	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	416,2	416,1	0,0	-3,7	-3,1
Brent (\$/barrel)	58,7	75,5	-22,2	-12,2	-7,6
Ouro (\$/onça)	1.222,5	1.214,8	0,6	-6,2	-4,1

Rendimento variável

	30-nov	31-out	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.760,2	2.711,7	1,8	3,2	4,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.173,1	3.197,5	-0,8	-9,4	-11,1
Ibex 35 (Espanha)	9.077,2	8.893,5	2,1	-9,6	-11,1
PSI 20 (Portugal)	4.914,1	5.030,7	-2,3	-8,8	-8,4
Nikkei 225 (Japão)	22.351,1	22.201,8	0,7	-1,8	-1,6
MSCI emergentes	994,7	955,9	4,1	-14,1	-11,2

Termina um ano positivo, mas os riscos negativos não desaparecem

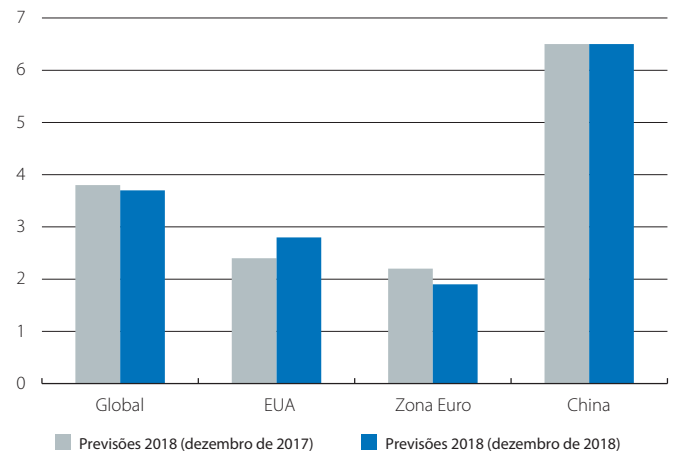
2018: não estamos assim tão mal. Os dados macroeconômicos agregados mostram um ano de 2018 positivo em termos globais, em linha com as previsões efetuadas no final do ano passado, e tudo indica que o crescimento global terá ficado em torno dos 3,7% na totalidade do ano (apenas menos 1 décima em relação à nossa previsão de dezembro de 2017). Assim, apesar do aumento dos focos de risco, em termos gerais a saúde macroeconômica tem vindo a mostrar, por agora, uma resiliência significativa. As perspetivas para 2019 também permaneceram praticamente inalteradas: esperamos agora um crescimento de 3,6%, apenas menos 1 décima face à previsão efetuada no ano passado. No entanto, por países têm-se verificado algumas surpresas de destaque: algumas positivas e outras negativas. Começando pelos primeiros, a evolução da economia norte-americana tem sido melhor do que era de esperar, com um crescimento que provavelmente vai acabar por ser 0,4 p. p. maior do que a previsão efetuada no ano passado. Em qualquer caso, é importante destacar que esta situação se deve, em grande medida, ao incentivo fiscal que a administração Trump levou a cabo e não por causa de fatores estruturais. Em contraste, a Zona Euro tem sido a principal surpresa negativa dado que, com elevada probabilidade, o crescimento de 2018 será menor do que o previsto há um ano. No entanto, não estamos a falar de um colapso: a grande surpresa negativa ocorreu no crescimento do 3T (permanecem 0,2% em cadeia), mas isto deveu-se principalmente a fatores temporários, sendo que as perspetivas para 2019 permanecem positivas e razoavelmente semelhantes às estimadas no ano passado.

Os riscos protecionistas continuam a ser significativos. As eleições intercalares dos EUA (*midterms*) não representaram um forte castigo para Donald Trump (a perda da Câmara de Representantes é um aviso, mas o Partido Republicano manteve a maioria no Senado), pelo que não é de esperar que este processo eleitoral faça com que a Administração norte-americana altere substancialmente as suas posições em termos de política comercial. Nesta linha, é provável que as tensões comerciais entre os EUA e a China continuem em níveis elevados nos próximos meses. No entanto, abriu-se uma janela de oportunidade que poderia levar a alguma diminuição das tensões: as conversas entre representantes comerciais de alto nível da China e dos EUA em novembro foram um passo positivo, existindo a possibilidade de que a cimeira dos G-20 de Buenos Aires no início do mês de dezembro resulte numa trégua comercial após a reunião entre Trump e Xi Jinping.

Desbloqueado o pré-acordo do Brexit, mas a sua aprovação é ainda uma incógnita. Londres e Bruxelas chegaram a um pré-acordo para a saída do Reino Unido da UE. O pré-acordo permite ampliar o período de transição para além de 2020 e estabelece a permanência do Reino Unido numa união aduaneira com

Crescimento do PIB em 2018: previsões atuais faces às anteriores

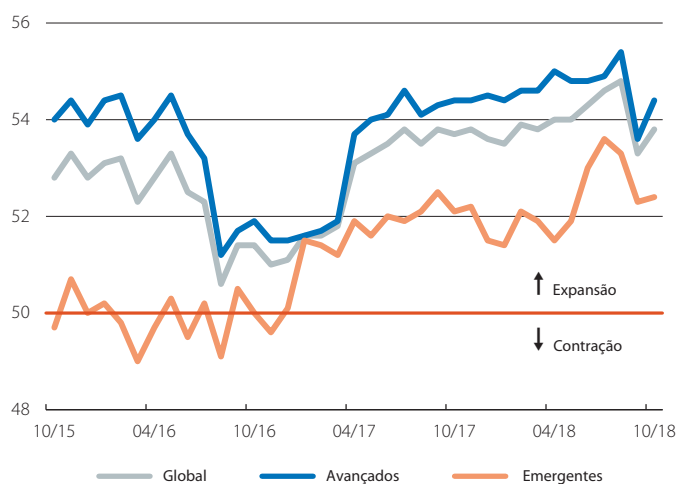
(%)



Fonte: BPI Research.

Indicadores de atividade: PMI composto

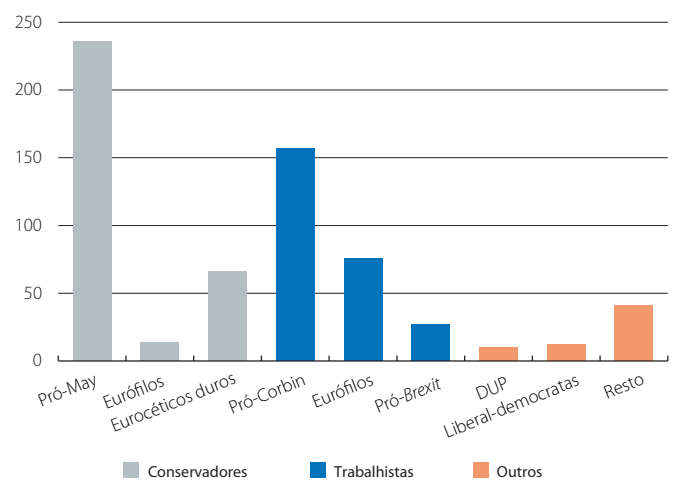
Nível



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

Brexit: os blocos no Parlamento britânico

Número de deputados com voto



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

a UE se não se chegar a um acordo sobre as futuras relações económicas de ambas as partes durante o período de transição. Este último é certamente um elemento positivo, dado que implica que, se não se chegar a um acordo durante este período, a instabilidade seria atenuada pela permanência do Reino Unido numa união aduaneira com a UE. Cabe agora a vários parlamentos aprovarem o pré-acordo, uma situação que se prevê complicada no caso do Reino Unido, devido à forte oposição da ala eurocética do Partido Conservador e à decisão do líder trabalhista em se opor ao acordo. Ainda é incerto, embora a derrota da noção de desconfiança a Theresa May abra perspectivas positivas.

ZONA EURO

Na Zona Euro, os indicadores mais recentes sugerem um ritmo de crescimento moderado no início do 4T. Ou seja, o índice PMI composto para o conjunto da Zona Euro, que mede o índice de confiança empresarial, diminuiu para 52,4 pontos em novembro, menos 5 décimas do que o dado de outubro e o registo mais baixo desde dezembro de 2014. Este facto, aliado a um PIB decepcionante no 3T (0,2% em cadeia), fez reduzir ligeiramente as nossas projeções para 2018 (1,9%) e 2019 (1,8%). Este contexto de ritmos de crescimento mais moderados, mas em níveis saudáveis, também se refletiu nas novas previsões de crescimento da Comissão Europeia. Assim, na atualização de outono do seu cenário económico, a Comissão reviu negativamente (-0,1 p. p.) a sua previsão de 2019 para 1,9% (1 décima acima das nossas projeções), devido a um menor dinamismo previsto para o setor externo. No entanto, este organismo referiu que o crescimento da Zona Euro vai continuar a ser suportado por melhorias no mercado de trabalho e por condições financeiras acomodáticas. Em relação à Alemanha, o registo negativo do PIB no 3T (-2% em cadeia) confirmou os presságios de uma desaceleração temporária nesse trimestre devido a uma contribuição negativa das exportações líquidas e a uma menor produção de automóveis (associada aos novos regulamentos sobre emissões de CO₂ que entraram em vigor a 1 de setembro).

Continuam latentes as tensões entre a Itália e a Comissão Europeia. Após analisar o novo projeto de orçamento para 2019 do governo italiano, a Comissão considerou que a Itália não cumpre as regras fiscais na UE, uma vez que não está a reduzir à velocidade necessária o rácio da sua dívida pública face ao PIB. Portanto, neste sentido decidiu iniciar o processo para que o Conselho Europeu abra um procedimento de défice excessivo a Itália. Este procedimento implicaria um acompanhamento mais exaustivo das recomendações da UE em matéria fiscal e poderá implicar a imposição de sanções de até 0,5% do PIB. No entanto, é um procedimento longo e é provável que as tensões e divergências entre ambas as partes se mantenham nos próximos meses.

ESTADOS UNIDOS

Os indicadores económicos não perdem vigor e continuam a sugerir uma evolução considerável no último trimestre do ano,

Zona Euro: previsões do PIB da Comissão Europeia

Variação anual (%)

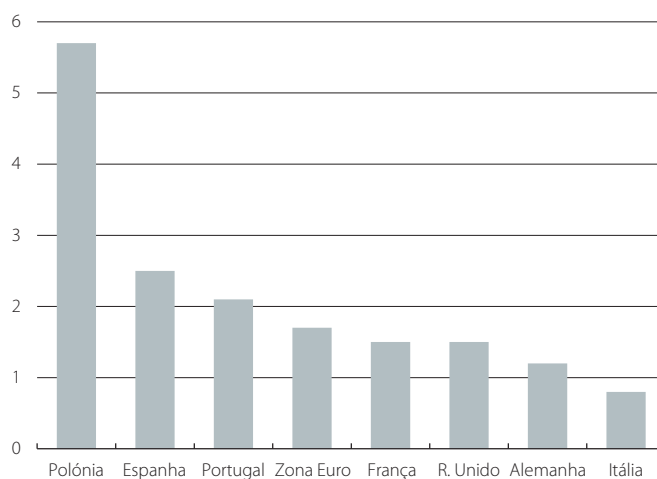
	Previsão		Variação face à previsão no verão de 2018 *	
	2018	2019	2018	2019
Zona Euro	2,1	1,9	= 0,0	▼ 0,1
Alemanha	1,7	1,8	▼ 0,2	▼ 0,1
França	1,7	1,6	= 0,0	▼ 0,1
Itália	1,1	1,2	▼ 0,2	▲ 0,1
Espanha	2,6	2,2	▼ 0,2	▼ 0,2
Portugal	2,2	1,8	= 0,0	▼ 0,2
Reino Unido	1,3	1,2	= 0,0	= 0,0

Nota: * Variação em pontos percentuais.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (European Economic Forecast, outono de 2018).

União Europeia: PIB do 3T 2018

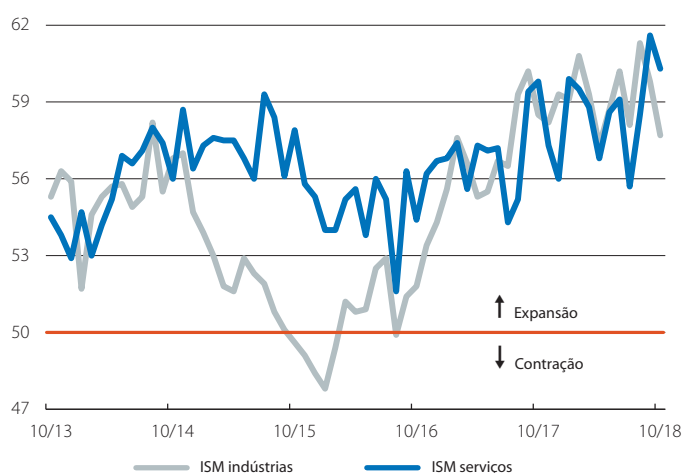
Variação homóloga (%)



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

EUA: indicadores de atividade

Nível



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

após um 3T mais robusto do que era de esperar. Assim, em outubro, os índices de sentimento empresarial (ISM) das indústrias continuaram situados confortavelmente na zona de expansão (bem acima dos 50 pontos). Ao nível do mercado de trabalho foram criados 250.000 empregos, um valor muito elevado, especialmente numa situação de praticamente pleno emprego. A taxa de desemprego permaneceu baixa em 3,7% (o nível mais baixo desde 1969), e os salários aumentaram 3,1% em termos homólogos. Tudo isto reforça a perspetiva de que a economia dos EUA vai entrar em 2019 com dinamismo.

Novos equilíbrios políticos. Nas eleições legislativas intercalares para o Congresso, os democratas conseguiram recuperar a maioria na Câmara dos Representantes, enquanto os republicanos mantiveram o controlo do Senado. Estes resultados fazem com que a oposição ao governo dos Estados Unidos ganhe força na segunda metade do mandato do presidente Donald Trump. Isto será especialmente relevante em termos de política interna, ao tornar mais difícil a aprovação de novas reduções fiscais e ao estabelecer um maior controlo sobre o presidente até 2020.

JAPÃO

O crescimento japonês quebra e sofre uma queda temporária do PIB no 3T (-0,3% em cadeia). Apesar de ser esperado um registo fraco em resultado da paralisação da atividade económica devido às inundações e à vaga de calor que assolou o país durante a maior parte do mês de julho, o efeito foi pior do que o previsto. Para o último trimestre, e apesar dos efeitos sobre a procura externa que podem surgir das tensões comerciais, esperamos que a economia japonesa volte a taxas de crescimento positivas.

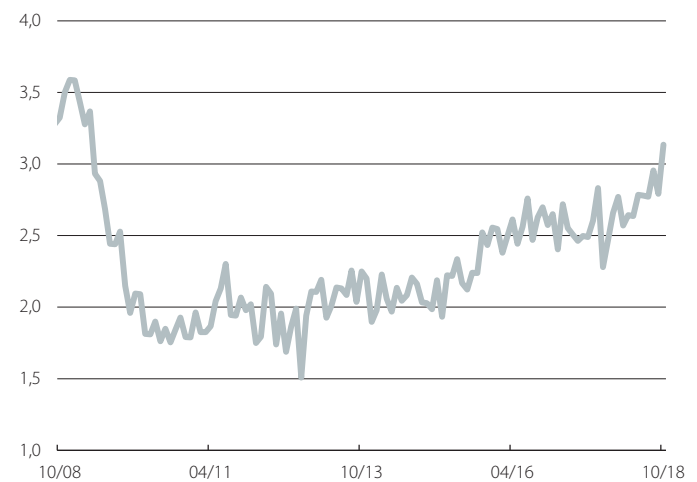
EMERGENTES

O setor externo da China resiste positivamente às perturbações derivadas das tensões comerciais. Especificamente, as exportações chinesas (em dólares) aumentaram uns significativos 15,6% em termos homólogos em outubro, representando uma leve melhoria em relação a setembro (14,4%). Desta forma, o setor exportador chinês continua dinâmico, também ao nível das exportações para os EUA, que mostraram resistência apesar das taxas aduaneiras introduzidas pela Administração norte-americana ao longo de 2018. Por outro lado, os indicadores de atividade continuaram a apoiar a nossa visão de que a economia chinesa vai continuar a avançar, embora deva registar uma leve desaceleração nos próximos trimestres.

Brasil e Índia: dois países emergentes em crescimento. O PIB da economia brasileira apresentou uma recuperação significativa no 3T, com um crescimento homólogo de 1,3% (0,8% em cadeia), após o 1,0% do 2T (o crescimento foi favorecido pelo fim de uma importante greve de camionistas que afetou a atividade no trimestre anterior). Por sua vez, a economia indiana continua a avançar com dinamismo, sendo que no 3T o PIB do país registou um crescimento homólogo de 7,1%, um ritmo significativo, mas ligeiramente abaixo do que era de esperar pelo consenso dos analistas (7,5%) e inferior ao valor verificado num 2T excepcionalmente elevado (8,2%).

EUA: salários

Variação homóloga (%)

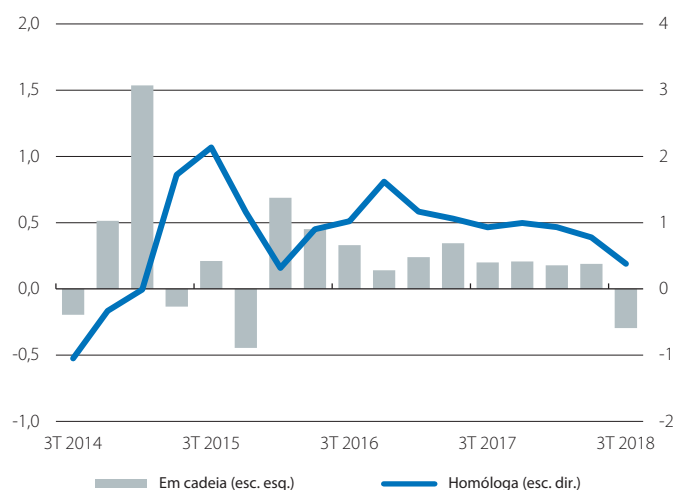


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics.

Japão: PIB

Variação em cadeia (%)

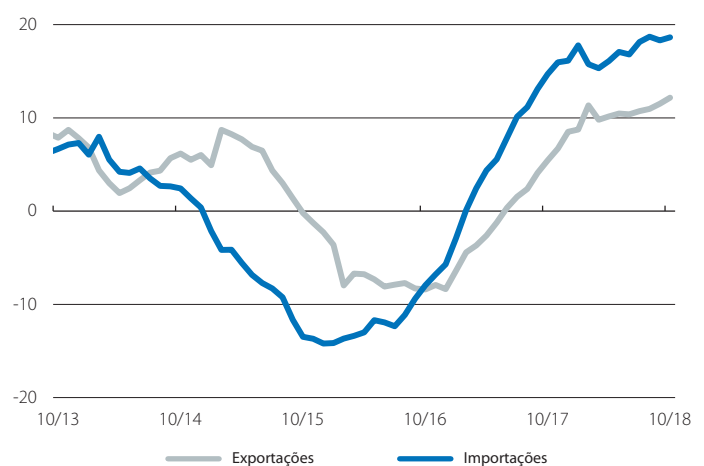
Variação homóloga (%)



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

China: comércio exterior de bens *

Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Variação obtida a partir de dados nominais em dólares.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Alfândega chinesa.

EUA: o que está a acontecer com a desaceleração do setor imobiliário?

O setor imobiliário dos EUA começou a dar sinais de desaceleração nos últimos trimestres, tendo esta alteração de tendência aberto o debate sobre se representa um risco significativo para o atual estado expansionista da economia dos EUA, que está perto de bater o recorde de período de crescimento mais longo da economia dos últimos 170 anos. Sobretudo porque ninguém se esquece que o setor imobiliário teve um papel crucial na crise económico-financeira de 2008.

Constatação da desaceleração e efeito económico a curto prazo

Diversas variáveis do mercado imobiliário mostraram uma desaceleração evidente nos últimos meses. O investimento residencial passou de crescer cerca de 3,5% em termos reais em 2017 para menos de 1,0% nos três primeiros trimestres de 2018; as vendas de habitação – tanto nova como de segunda mão – caíram desde o início do ano; o crescimento dos preços estabilizou (ver o primeiro e o segundo gráfico).

Esta mudança de tendência era previsível, em parte devido ao processo de normalização monetária da Fed. Assim, como consequência da retirada gradual de incentivos monetários, a taxa de juro das hipotecas a 30 anos aumentou 100 p. b. em apenas um ano (para cerca de 5,0%, o valor máximo dos últimos oito anos), o que explica cerca de dois terços da desaceleração observada no investimento residencial.¹ Da mesma forma, a reforma fiscal aprovada pelo Congresso norte-americano em dezembro de 2017 – que reduziu a dedução tanto dos juros hipotecários como dos impostos sobre bens imóveis – também influenciou a recente desaceleração do setor.

Estas pressões negativas sobre o setor imobiliário vão continuar nos próximos trimestres, afetando em certa medida a atividade económica. Especificamente, como resultado desta desaceleração em termos de investimento residencial e do impacto da riqueza imobiliária sobre o consumo, o setor imobiliário deixará de contribuir com cerca de 0,3 p. p., entre 2015 e 2017, para o crescimento anual do PIB norte-americano, passando a ter uma contribuição nula em 2018 e em torno de 0,15 p. p. em 2019 e 2020.

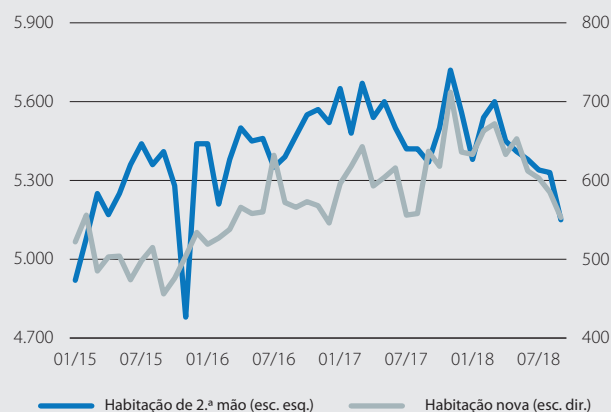
A médio prazo, acreditamos que é improvável ocorrer uma forte rutura no setor imobiliário com consequências para o sistema financeiro e para a atividade económica, como aconteceu há 10 anos. De facto, como poderemos

1. Esta situação é sugerida pelas estimativas da Goldman Sachs (2018), «The Housing Slowdown».

EUA: compra e venda de habitação

(Milhares de habitações)

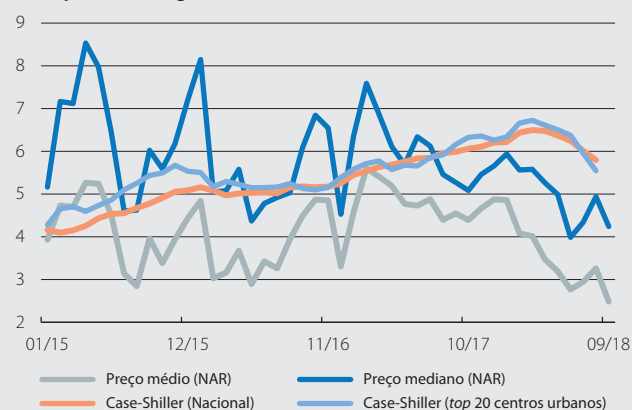
(Milhares de habitações)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da National Association of Realtors.

EUA: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da National Association of Realtors (NAR) e da Standard & Poor's.

ver a seguir, os atuais desequilíbrios do setor parecem ser relativamente contidos, o que deveria facilitar o regresso a um caminho de crescimento nos próximos anos.

Desequilíbrios contidos: preços, oferta e endividamento

Após cinco anos de crescimento significativo (cerca de 6,0% anual), os preços da habitação nos EUA são 50% superiores aos registados em 2012 (o seu ponto mais baixo) e 10% acima dos registados no início de 2007 (o pico mais alto). No entanto, para avaliar se os preços da habitação estão demasiado elevados (ou baixos), devemos primeiro relacioná-los com outros indicadores que mostram o poder de compra das famílias. Uma medida comum é o rácio entre os preços da habitação e os rendimentos das

famílias. Se considerarmos o caso de uma família média, entre 1980 e 2017, este rácio variou entre 2,5 e 4, com uma média histórica de 3. Dado que atualmente está situado em 3,3, o nível de esforço ou acessibilidade das famílias para comprar uma habitação não parece estar muito distante do que tem sido habitual no país.²

No entanto, neste momento é preciso ter alguns cuidados na análise. Em primeiro lugar, porque num país tão grande como os EUA, os agregados em termos nacionais podem ser enganadores, dado que o mercado imobiliário é muito segmentado e, às vezes, existem diferenças regionais significativas. Neste sentido, embora os níveis de esforço para o acesso à habitação se situem, de forma geral, em níveis razoáveis, existem algumas áreas metropolitanas importantes na costa oeste do país e também no nordeste onde os preços se encontram em níveis muito menos acessíveis para famílias com rendimentos médios (ver o terceiro gráfico).³ Em segundo lugar, é de destacar que, apesar do rácio de esforço a nível nacional não se afastar dos parâmetros habituais, o mesmo tem vindo a aumentar de forma gradual e ininterrupta desde 2012 (de 2,7 em 2012 para 3,3).

O endividamento das famílias relacionado com o setor imobiliário é outro elemento que deve ser analisado quando se avalia o nível de desequilíbrios do setor. Neste âmbito, observamos como, por um lado, a dívida hipotecária das famílias em relação à sua riqueza imobiliária está ligeiramente abaixo da média histórica (nos atuais 35,5% face à média de 37,2).⁴ Por outro lado, durante o *boom* imobiliário antes da explosão da bolha em 2007, deu-se um aumento acentuado nas denominadas linhas de crédito hipotecário (através das quais as famílias obtinham empréstimos ao consumidor usando a casa como garantia), o que estimulou níveis muito elevados de crédito de consumo familiar (e que se tornaram insustentáveis após o colapso do setor). No entanto, atualmente estas linhas de crédito caíram acentuadamente, até atingirem níveis mínimos.

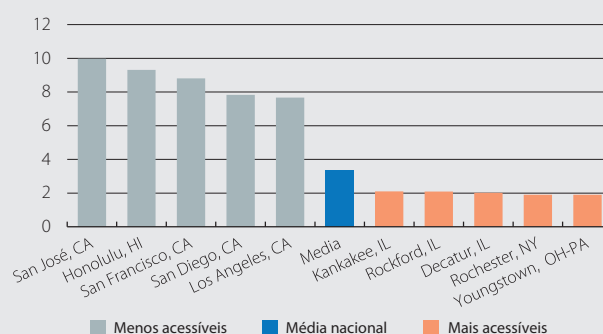
Finalmente, não se observa um desequilíbrio entre a oferta de habitação e a procura derivada das tendências demográficas norte-americanas. Especificamente, o ritmo de construção permanece em níveis reduzidos face à formação de novas famílias (ver o quarto gráfico), sendo este um elemento de apoio ao ciclo de expansão do mercado imobiliário iniciado em 2012.

2. Rácio entre o preço da habitação (mediana) e os rendimentos de uma família mediana (segundo os dados da *National Association of Realtors*), ambos em termos nacionais. Os resultados são semelhantes com outras fontes de dados para o preço da habitação e dos rendimentos das famílias.
3. Honolulu, a capital do arquipélago do Havai, também aparece no *top* do ranking das cidades menos acessíveis. Por outro lado, uma característica muito comum em grandes cidades de ilhas remotas.
4. Apesar deste rácio não proporcionar muita informação em períodos com níveis de preços de ativos imobiliários insustentavelmente altos, não parece que seja este o caso atualmente, tal como é possível deduzir dos rácios de esforço para a compra de habitação das famílias.

Em suma, neste novo ciclo de expansão do setor imobiliário não se observam os excessos mais significativos ocorridos em meados dos anos 2000, tais como uma construção elevada, preços descontrolados e um *boom* ao nível dos créditos apoiados no mercado imobiliário. Assim, tudo indica que a desaceleração atual não é, de forma generalizada, uma fonte de risco significativo para a atual expansão da economia norte-americana. No entanto, algumas regiões do país devem ser acompanhadas de perto, dado apresentarem indicadores um pouco menos contidos.

EUA: índice de acessibilidade por área metropolitana

Preço sobre os rendimentos*

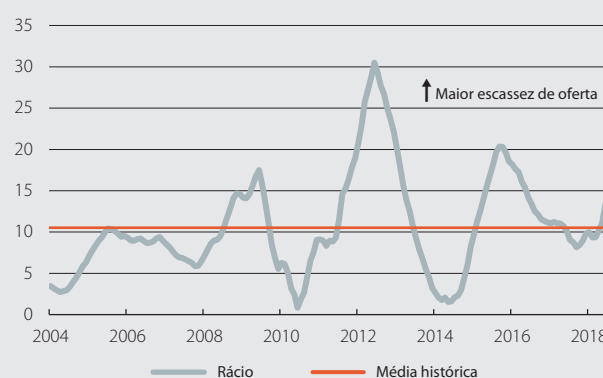


Nota: * Baseado nos rendimentos medianos das famílias por áreas metropolitanas e no preço mediano da habitação por áreas metropolitanas (2017).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do American Community Survey e da National Association of Realtors.

EUA: rácio entre a formação de famílias e novas habitações construídas

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da National Association of Realtors e do U.S. Census Bureau.

O primeiro orçamento da UE com 27 países

No início de 2018, os vários países da UE e as instituições europeias começaram a negociar o próximo orçamento da UE (formalmente denominado de quadro financeiro plurianual ou de QFP), que deveria definir os limites das despesas anuais que a UE pode atribuir para financiar políticas comuns por um período de sete anos (2021-2027).¹ Nesta edição do Focus, vamos rever os pontos centrais nos quais irão girar as negociações do próximo quadro financeiro da UE e vamos verificar o que podemos esperar do mesmo.

Apesar do orçamento comum ser bastante modesto – representa 2,0% da despesa pública total da União e 1,03% do rendimento nacional bruto da UE –, constitui uma expressão das prioridades políticas da União, dado que detalha as áreas em que os Estados-membros pretendem dedicar os seus esforços nos próximos anos. No entanto, devem ser ultrapassadas importantes restrições para que a composição da despesa reflita adequadamente a visão da UE e permita que os desafios atuais e futuros sejam adequadamente enfrentados.

Em primeiro lugar, o próximo orçamento será o primeiro *pós-Brexit*. Com a saída do Reino Unido, a UE perde um contribuinte líquido importante. Como é possível observar no primeiro gráfico, no atual quadro orçamental, o Reino Unido pagou perto de 28.000 milhões de euros mais do que o que recebeu (ou seja, 1,4% do seu PIB)² no acumulado entre 2014 e 2017, tornando-o no maior contribuinte líquido depois da Alemanha. Por conseguinte, quando o Reino Unido deixar contribuir para o orçamento comum,³ a partir de 2021, isto terá um impacto financeiro considerável nas receitas – algumas estimativas colocam a diferença financeira entre 10.000 e 12.000 milhões de euros por ano, o equivalente a aproximadamente 7,1% do orçamento atual.⁴ Este défice no financiamento pode dificultar as já complicadas negociações entre contribuintes⁵ e beneficiários líquidos do orçamento, uma vez que os 27 terão que decidir se querem compensar esta redução de receitas com um aumento nas contribuições ou com uma redução da despesa. E, no caso de concordarem em aumentar as contribuições, devem decidir como distribuir essa carga.

1. Apesar do atual quadro financeiro não terminar até ao final de 2020, as discussões devem começar com bastante antecedência, dado que o processo de negociação é frequentemente complicado e demorado quando são discutidos tanto os aspetos financeiros como as prioridades comuns para os próximos anos, e porque o orçamento deve ser aprovado pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho Europeu (por unanimidade).

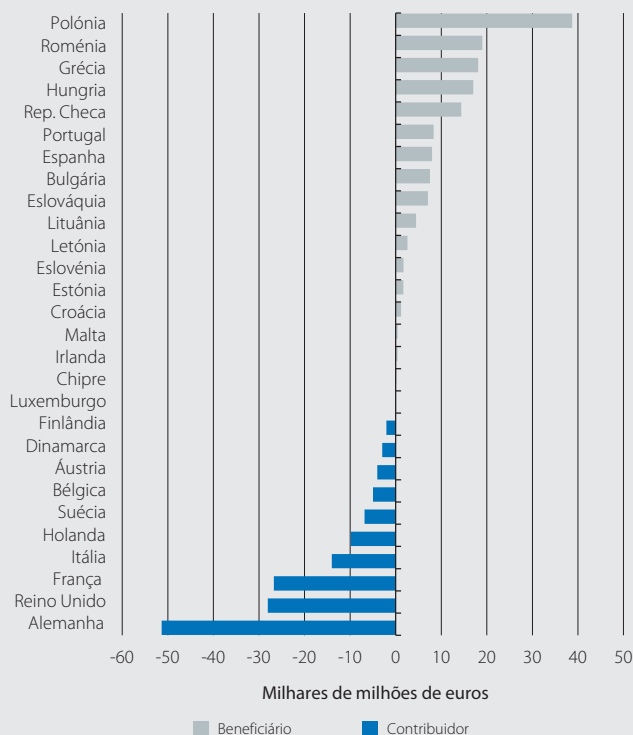
2. Em termos reais.

3. Apesar do Reino Unido sair formalmente da UE em março de 2019, nas negociações do acordo de saída, no qual são estabelecidos os termos da separação, o Reino Unido compromete-se a cobrir as suas obrigações financeiras até 2020, quando terminar o atual quadro orçamental.

4. Para além das receitas, é necessário ter em conta as despesas que a UE faz no Reino Unido e o reembolso que a UE faz de parte das contribuições do Reino Unido para o orçamento (conhecido como «cheque britânico»). Além disso, também devem ser considerados os possíveis pagamentos que o Reino Unido pode fazer após o *Brexit* como troca para poder participar em programas específicos.

5. A contribuição de cada país é dividida em três partes: uma percentagem fixa do seu rendimento nacional bruto (RNB), taxas aduaneiras cobradas em nome da UE e uma percentagem das receitas do IVA que os países cobram.

Orçamento da UE: beneficiários e contribuintes líquidos (dados para o acumulado 2014-2017)



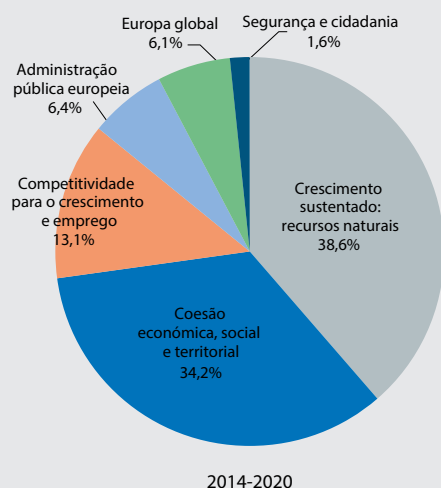
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Da mesma forma, esta diminuição de recursos em resultado do *Brexit* coincide com a disposição dos Estados membros em dedicar mais esforços a novas áreas consideradas prioritárias. Em particular, os 27 definiram recentemente a sua visão para a União para os próximos 10 anos⁶ e especificaram as áreas em que se comprometem trabalhar para o alcançar. Neste sentido, os desafios globais que surgiram nos últimos anos – entre os quais os conflitos geopolíticos, o terrorismo e a crise dos refugiados – evidenciaram a importância de uma maior coordenação e integração europeia em matéria de política externa, defesa e segurança. Deste modo, os 27 querem dedicar mais recursos e também mais esforços de coordenação nestas áreas. O desafio consiste em como dedicar mais recursos a estas novas prioridades políticas e, ao mesmo tempo, continuar a destinar recursos para outras linhas orçamentais já existentes que continuam a ser importantes para o futuro económico da União, como são o caso da investigação e desenvolvimento, a transformação digital ou a mobilidade juvenil.

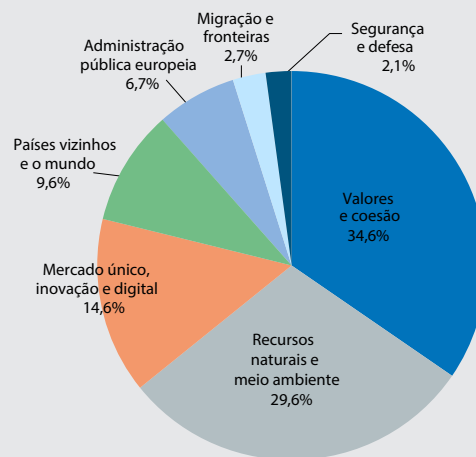
Neste contexto, e a fim de tentar tapar o buraco deixado pelo *Brexit* e de dispor de recursos suficientes para as

6. Em particular, na Declaração de Bratislava (em setembro de 2016) e, posteriormente, na Declaração de Roma (em março de 2017), os 27 visavam alcançar uma Europa mais segura e protegida, mais próspera e sustentável, mais social e com maior presença global.

Comparação entre o quadro financeiro atual e futuro



2014-2020



2021-2027

Notas: A distribuição das despesas por categorias no futuro quadro financeiro (2021-2027) baseia-se na proposta da Comissão Europeia de maio de 2018.

A mesma cor significa uma área de despesa relativamente semelhante.

Fonte: BPI Research, a partir de documentos da Comissão Europeia.

linhas prioritárias de despesa, a Comissão Europeia propõe encontrar um equilíbrio entre a redução dos gastos e a procura de novas receitas. Embora os números considerados na proposta da Comissão devam ser ainda debatidos e acordados por todos os Estados-membros, servem de ponto de partida para as negociações e indicam quais são os desafios e as restrições que devem ser ultrapassados. Em particular, a instituição propõe um aumento muito moderado dos fundos dos atuais 1,03% para 1,14% do rendimento nacional bruto da União – um montante que continua a ser modesto em comparação com a dimensão da economia da UE. No entanto, alguns países, como a Áustria e a Holanda, opõem-se a esta opção e insistem que, após o *Brexit*, o tamanho do orçamento deve ser reduzido e que se deve trabalhar para o tornar mais eficiente. A Comissão também propõe a introdução de novas fontes de receitas próprias, tais como impostos ambientais, embora alguns países membros já tenham mostrado a sua relutância em ceder autoridade fiscal a Bruxelas. No entanto, é provável que nos próximos anos ocorram progressos na introdução de novas fontes de receitas, dado que, após o abandono do Reino Unido, aqueles países que não queriam avançar nesta direção perdem um importante aliado.

Do lado das despesas, a Comissão propõe simplificar e reorganizar os compromissos em matéria de despesa para com as prioridades supramencionadas que ganharam importância, bem como reduzir a percentagem dos recursos que se destinavam aos dois programas mais importantes em termos de dimensão, ou seja, a Política Agrícola Comum (que utiliza 39% da despesa total)⁷ e o Fundo de Coesão (que representa cerca de 27%). No entanto, alguns países beneficiários destes fundos, como a Irlanda ou a Polónia, rejeitam esta estratégia por receio de cortes, com o qual o estabelecimento de um acordo em relação às rubricas que devem sofrer cortes para que sejam financiadas novas iniciativas, pode entrar em conflito com os interesses de diferentes países e ser um ponto contencioso nas negociações.

Além disso, existem outros pontos que podem motivar debate. Por um lado, a disponibilidade da Comissão e de alguns Estados-membros para condicionar as despesas orçamentais que um país recebe em conformidade com os valores e princípios democráticos da União pode acentuar as divisões existentes entre os países do Leste e do Ocidente da União. E, por outro lado, a proposta da França e da Comissão Europeia de dedicar recursos (2,3% do orçamento) a uma instituição que exerce uma função de macro estabilização na Zona Euro,⁸ que permita enfrentar futuros *choques*, já conta com a oposição, entre outros, da Holanda e da Finlândia – países que sublinham a importância de que cada país deve ser responsável pela sua política fiscal.

Assim, a discussão sobre o próximo QFP pressupõe, em princípio, uma oportunidade para reformar as finanças europeias e para destacar o princípio de que a harmonia de recursos a nível europeu pode acrescentar valor nalgumas áreas e produzir resultados que as despesas individuais dos países, por si só, não podem. Contudo, para que a composição da despesa reflita adequadamente as prioridades políticas da União, são necessárias alterações significativas na atribuição de recursos comuns e que os países deixem de concentrar esforços nos saldos líquidos – a diferença entre o que contribuem e recebem os países. O resultado das negociações do próximo quadro financeiro será reflexo do compromisso real dos 27 em avançar firmemente na construção da União. Neste sentido, apesar das contínuas demonstrações dos principais líderes políticos europeus a favor de continuar a avançar com o projeto de construção europeia, e da vontade de dar uma especial atenção a áreas consideradas prioritárias, será difícil mudar as dinâmicas que guiaram as negociações dos orçamentos anteriores. Em suma, existe o risco de que os Estados-membros acabem por adotar um orçamento muito semelhante aos anteriores.

7. Dados da Comissão Europeia para 2017.

8. E naqueles países que participam no mecanismo europeu de taxas de câmbio (atualmente, apenas a Dinamarca).

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

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Atividade								
PIB real	1,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,0	...	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,1	5,3	4,4	5,2	5,4	4,7	...
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	135,7
Produção industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,1	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	...
Habitações iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.225	1.228	...
Case-Shiller preço habitação 2ª mão (valor)	189	200	205	209	211	212	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,7	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	...	...
Preços								
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	...

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. Milhares de milhões de dólares.

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	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Atividade								
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,4	0,4	...	–
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,0	42,9
Produção industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	–0,1	2,5	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	2,4	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	...
Preços								
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	...

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. Milhares de milhões de dólares.

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

CHINA

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Atividade								
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,7	6,5	...	–
Vendas a retalho	10,4	10,3	9,9	9,9	9,0	9,0	8,6	...
Produção industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	5,9	...
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	...
Setor exterior								
Balança comercial ¹	512	435	420	404	377	349	346	...
Exportações	–8,4	8,5	9,6	13,7	11,4	11,9	15,6	...
Importações	–5,7	16,1	13,4	19,4	20,6	20,4	21,4	...
Preços								
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	...
Taxa de juro de referência ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	...
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,9	6,9

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.

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,3	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	4,2	3,2	2,4	0,8	...	...
Confiança do consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-2,7	-3,9
Sentimento económico	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	109,7	109,5
PMI indústrias	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	52,0	51,5
PMI serviços	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,1
Mercado de trabalho								
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	-	...
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,0	9,0	8,9	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,0	11,0	10,7	10,3	10,6	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	14,8	...

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

Preços

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Inflação geral	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2	2,0
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1

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

Setor externo

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Balança corrente: Zona Euro	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	3,4	...	...
Alemanha	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	...	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	...	...
Itália	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	...	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	98,9	98,3

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.

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18
Financiamento do setor privado								
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	...	...
Depósitos								
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-2,4	-2,2	-1,5	-1,4	-1,0	...
Instrumentos negociáveis	2,7	1,1	-1,6	-5,7	-2,9	-5,1	-4,8	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	...	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. 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: crescimento em níveis sólidos

O crescimento da economia abranda no segundo semestre do ano. No 3T 2018, o crescimento do PIB desacelerou para 0,3% em cadeia e 2,1% em termos homólogos (0,6% e 2,4% no 2T 2018, respetivamente) destacando-se a evolução da procura interna (que contribuiu com +2,4 p.p. para o crescimento). Por componentes, o consumo privado estabilizou o seu ritmo de crescimento em 2,3% em termos homólogos (2,7% no 2T), enquanto o investimento merece um destaque especialmente positivo com uma evolução de 4,5% (4,1% no 2T). Por outro lado, o contributo da procura externa manteve-se negativo (-0,3 p.p.) num trimestre em que as importações (+3,5%) continuaram a ser mais fortes do que as exportações (+3,1%), embora ambas tenham desacelerado em comparação com o 2T. Em relação ao 4T 2018, os indicadores disponíveis sugerem que a economia está a evoluir a um ritmo sólido, sustentada pela procura interna e por uma ligeira contribuição negativa do setor externo. Em particular, tanto o indicador de sentimento económico calculado pela Comissão Europeia como o indicador coincidente do Banco de Portugal mantêm-se próximos dos seus máximos históricos e sugerem um aumento do PIB em torno de 2%.

O mercado de trabalho evolui favoravelmente. O emprego cresceu 2,1% em termos homólogos no 3T 2018, um valor que reflete um ritmo de crescimento positivo, embora ligeiramente menor do que o trimestre anterior (2,4%). Por setor, os serviços foram o principal motor de criação de emprego (+68.600 pessoas em comparação com o 3T 2017). Destaque também para as atividades associadas ao setor público, responsáveis por mais da metade da criação de empregos no 3T 2018, bem como o emprego no setor da construção, que está a começar a enviar sinais de maior dinamismo. Por outro lado, o número de desempregados diminuiu 20,6% em termos homólogos no 3T 2018 e a taxa de desemprego situou-se em 6,7%, numa dinâmica positiva que vai dar continuidade à recuperação do mercado de trabalho nos próximos trimestres.

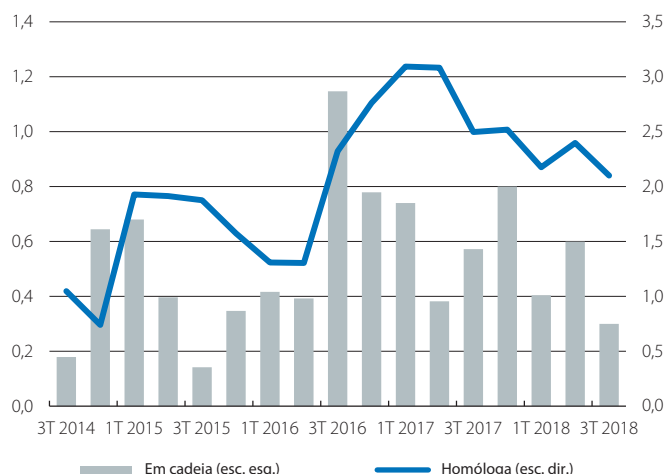
Taxa de inflação contida. Em novembro, a taxa de inflação geral (medida pelo índice não harmonizado do IPC) desacelerou para 0,9% homólogo (1,0% em outubro), como resultado de um crescimento mais fraco dos preços da energia (4,9% em novembro face aos 7,3% de outubro) e apesar do aumento dos preços dos alimentos não transformados (0,7% em novembro após os -0,1% de outubro). Por outro lado, a taxa de inflação subjacente permaneceu em níveis moderados (0,6%), apesar de aumentar 0,1 p.p. em relação a outubro. Em último lugar, a taxa de inflação medida pelo IPC harmonizado (que inclui informações relacionadas como o consumo turístico) avançou para 1,0% (0,8% em outubro).

A balança corrente continua ligeiramente em terreno negativo. De acordo com os dados acumulados nos últimos 12 meses, a balança corrente voltou a registar um saldo negativo

Portugal: PIB

Variação em cadeia (%)

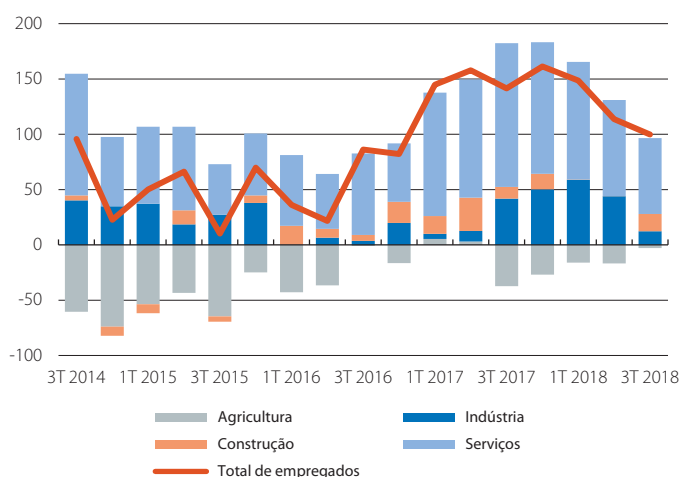
Variação homóloga (%)



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

Portugal: emprego por setores

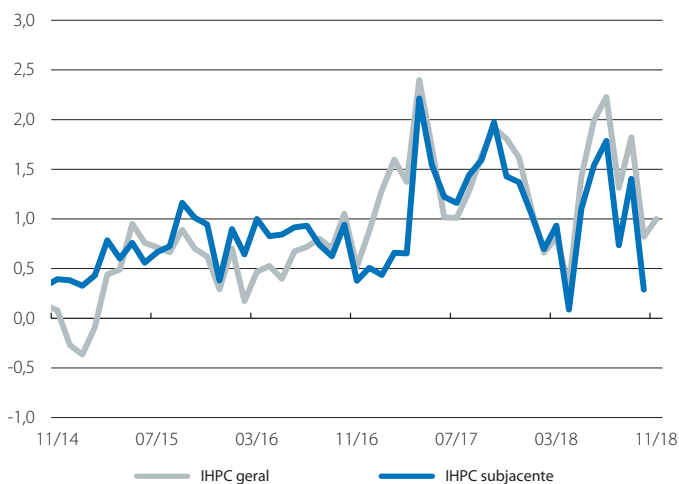
Variação homóloga (milhares)



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

Portugal: IHPC

Variação homóloga (%)



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

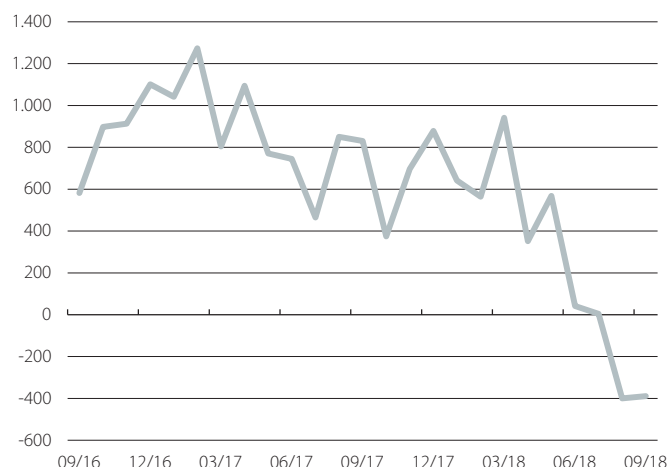
em setembro (–389 milhões de euros, –0,2% do PIB) e manteve-se num patamar relativamente semelhante ao de agosto. Em relação ao mês anterior, em setembro ocorreu um certo aumento no saldo da balança de serviços (8,3% do PIB), favorecido tanto pela contribuição do turismo (5,9% do PIB) como pela dos restantes serviços (2,4%), além de uma diminuição no défice da balança de bens. Por outro lado, o saldo da balança de bens não energéticos, responsável em grande medida pela tendência de deterioração da balança corrente nos últimos meses, manteve-se em –4,3% do PIB, enquanto o défice da balança dos produtos energéticos não se deteriorou e situou-se em –2,4% do PIB. Finalmente, no respeitante à balança de rendimentos, o défice de setembro subiu para 1,7% do PIB (–1,6% em agosto), acompanhando a tendência de queda dos últimos meses.

Continua a melhoria nas contas públicas. Os dados disponíveis até outubro mostram que o saldo da Administração Pública (A.P.) registou um superavit de 0,2% do PIB, representando uma melhoria substancial em relação ao mesmo período de 2017 (quando foi de –1,1%). Esta evolução favorável reflete, em parte, o dinamismo da atividade económica, fazendo com que as receitas superem as despesas. Especificamente, as receitas registaram um crescimento acumulado de 5,4% até outubro, suportadas pelo aumento das receitas fiscais e contributivas, enquanto as despesas aumentaram 2,1%, inferior ao estimado pelo Governo (4,5%). No entanto, destaque para o facto de o menor crescimento das despesas se dever às despesas de pessoal e, especificamente, por uma alteração no pagamento do subsídio de Natal aos funcionários públicos e pensionistas, que este ano é efetuado em novembro e dezembro (em 2017, metade deste subsídio foi pago em duodécimos ao longo do ano e a outra metade em novembro/dezembro). Se a evolução das despesas com pessoal for corrigida por este fator, as mesmas teriam aumentado 2,5% até outubro (em comparação com a redução observada de –1,2%). Assim, o comportamento verificado até agora reforça a nossa previsão de que 2018 vai fechar com um défice das A. P. de –0,7% do PIB (em linha com as previsões do governo).

A nova concessão de crédito avança com firmeza. Com dados até setembro, as novas operações de crédito à habitação cresceram 24,3% (acumulado do ano), enquanto a nova concessão de crédito ao consumo aumentou 14,1%. Apesar destes crescimentos firmes em ambos os segmentos de crédito, foi registada alguma desaceleração da nova concessão em comparação com agosto (quando foi de 26,4% e 15,6%, respetivamente), que poderá ser explicado pelas medidas macroprudenciais implementadas em julho pelo Banco de Portugal. Finalmente, as novas operações de crédito às empresas aumentaram de forma estável e ligeiramente acima de 13% em termos homólogos.

Portugal: saldo da balança corrente

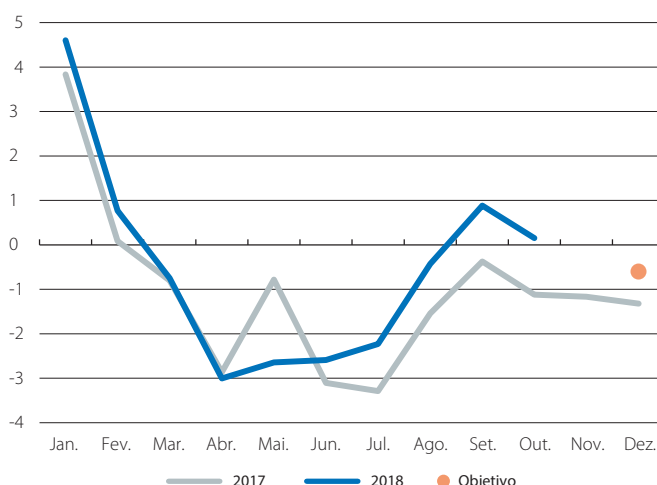
Milhões de euros (acumulado de 12 meses)



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

Portugal: saldo da Administração Pública

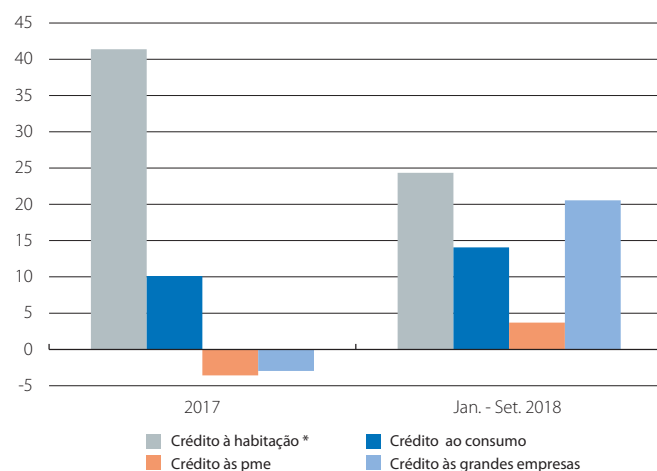
(% PIB)



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

Portugal: nova concessão de crédito

Variação homóloga (%)



Nota: * O crédito à habitação exclui renegociações.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Índice coincidente de atividade	1,7	2,8	2,5	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	...
Indústria										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	-1,7	-1,0	-3,8	-0,3	-0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	2,1	0,0	0,4	0,9	1,6	-1,2	-1,1	-0,7
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,9	19,8	9,0	11,2	12,0	...	...	12,0	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	15,7	23,7	...	...	...	...	...	...
Preço da habit. (euro/m ² - avaliação de mediadores)	3,8	5,0	5,4	6,1	6,2	...	...	6,2	...	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	11,2	7,6	...	5,0	4,0	2,4	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	13,2	14,4	16,5	18,3	14,5	16,7	8,6	11,7
Consumo										
Vendas comércio a retalho	2,7	4,1	5,9	2,6	2,3	2,4	3,5	1,0	5,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	1,9	2,6	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	1,6	1,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,0	2,8	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-0,4	-3,4
Mercado de trabalho										
População empregada	1,2	3,3	3,2	2,4	2,1	2,2	2,0	2,1	1,7	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	7,9	6,7	6,7	6,8	6,9	6,6	6,7	...
PIB	1,9	2,8	2,2	2,4	2,1	...	...	2,1	...	...

Preços¹

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Inflação geral	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,2	1,3	1,8	0,8	1,0
Inflação subjacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	...

Sector externo

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,8	10,0	6,5	7,4	7,1	8,2	7,4	7,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,5	13,5	11,0	9,8	8,6	9,8	9,4	8,6	...	...
Saldo corrente	1,1	0,9	0,9	0,0	-0,4	0,0	-0,4	-0,4	...	...
Bens e serviços	3,8	3,5	3,2	3,1	3,1	3,2	2,9	3,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,7	-2,6	-2,3	-3,1	-3,5	-3,2	-3,3	-3,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	3,0	2,7	2,7	1,9	1,6	1,9	1,6	1,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Depósitos²										
Depósitos das famílias e empresas	3,7	1,7	2,6	4,3	4,4	3,6	4,7	4,7	...	...
À vista e poupança	19,5	15,7	2,6	4,3	4,4	11,4	14,6	14,9	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,2	-5,8	-4,1	-2,9	-2,1	-1,8	-2,1	-2,3	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-17,9	1,3	1,9	-0,8	1,0	-1,2	3,0	1,4	...	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	4,0	4,2	3,4	4,6	4,5	...	...
Saldo vivo de crédito²										
Setor privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,8	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	...	...
Empresas não financeiras	-5,6	-6,5	-3,1	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-3,5	...	...
Famílias - habitações	-3,3	-3,1	-1,9	-1,6	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1	...	...
Famílias - outros fins	-0,5	0,9	3,0	4,1	5,8	5,6	6,1	5,7	...	...
Administrações Públicas	-9,4	9,3	19,0	14,8	-12,4	-13,9	-12,2	-11,2	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,0	-1,1	-1,9	-2,1	-1,9	-1,8	...	...
Taxa de incumprimento (%)³	17,2	13,3	12,8	11,7	11,7	...	...	...	...	...

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

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

Demonstração de solidez da economia espanhola

A caminho de uma ligeira desaceleração do crescimento. Com o ano praticamente a chegar ao fim, e com dados oficiais de crescimento do PIB de três dos quatro trimestres do ano, tudo indica que a economia espanhola terá crescido cerca de 2,5% em 2018, um valor bastante em linha com os 2,4% que o nosso cenário previa há um ano. Isto representa uma ligeira desaceleração após três anos excecionalmente positivos com um crescimento superior a 3%, onde a economia espanhola beneficiou de vários fatores que deram um maior incentivo a uma recuperação que já estava em andamento (tais como a redução do preço de petróleo, a compressão das taxas de juro e a desvalorização do euro). Esta dinâmica de ligeira moderação do crescimento vai continuar em 2019, no qual esperamos que a economia cresça ligeiramente acima dos 2%: um registo inferior ao de anos anteriores, mas superior ao esperado para a maioria das economias desenvolvidas e mais sustentável a longo prazo. As últimas previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) publicadas no passado mês de novembro, na análise realizada anualmente (o denominado «Artigo IV»), também apontam no mesmo sentido. Na sua análise, o Fundo prevê um aumento de 2,2% para 2019 e sublinha que a estabilização do crescimento reflete um menor impulso por parte de fatores de apoio cíclicos e um contexto internacional mais adverso. O FMI também destacou a necessidade de reduzir a dívida pública, que permanece em níveis elevados (cerca de 98% do PIB), apesar do ajustamento do défice nos últimos anos. Uma reflexão que coincide com as avaliações efetuadas pela Comissão Europeia no seu parecer sobre o orçamento de 2019 apresentado pelo governo espanhol a Bruxelas.

Os indicadores de atividade dão sinais de um ritmo positivo de crescimento. Em outubro, o índice de sentimento empresarial PMI para o setor das indústrias situou-se em 51,8 pontos, um valor muito semelhante ao de setembro (51,4 pontos) e perto da média do 3T (52,4 pontos). Por sua vez, o índice PMI para o setor dos serviços subiu para 54,0 pontos, +1,5 pontos face ao registo do mês anterior e ligeiramente acima da média do 3T (52,6 pontos). Pelo contrário a evolução da produção industrial em setembro foi um pouco inferior à esperada, com um crescimento nulo em termos homólogos. Por fim, as vendas a retalho apresentaram um crescimento significativo de 1,8% em termos homólogos em outubro, bem acima do registo do mês anterior (-0,4%) e da média de 2017 (0,9%), sugerindo a manutenção da tendência positiva do consumo privado no último trimestre de 2018. De forma geral, os indicadores sugerem que o crescimento do 4T vai permanecer em níveis semelhantes aos do trimestre anterior (0,6% em cadeia).

A criação de empregos manteve uma tendência positiva. O número de inscritos na Segurança Social aumentou em 110.567 pessoas em outubro (dados ajustados de sazonalidade) o que representa um aumento de 3,1% homólogo em termos de emprego (2,9% em setembro), subindo para 562.544 o número

Espanha: PIB

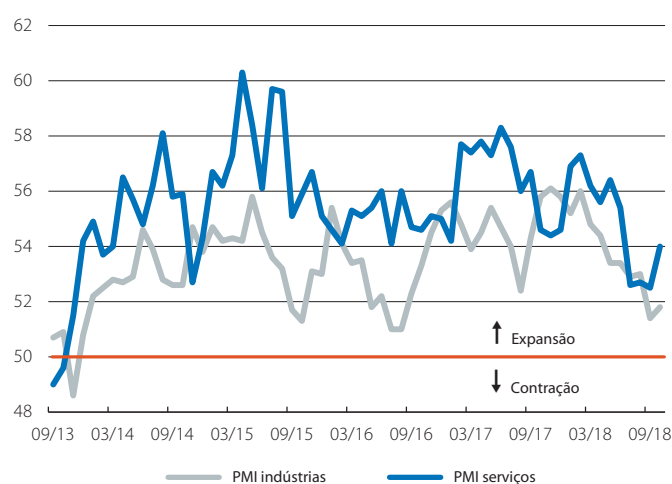
Variação em cadeia (%)

	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018
PIB	0,7	0,6	0,6	0,6
Consumo privado	0,4	0,9	0,1	0,6
Consumo público	0,3	0,8	0,1	0,8
Investimento	0,6	1,1	3,5	1,0
Investimento em equipamento	0,5	-0,1	6,6	2,2
Investimento na construção	0,8	2,1	2,2	0,5
Exportações	1,4	0,6	0,2	-1,8
Importações	0,4	1,1	1,2	-1,4

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

Espanha: indicadores de atividade

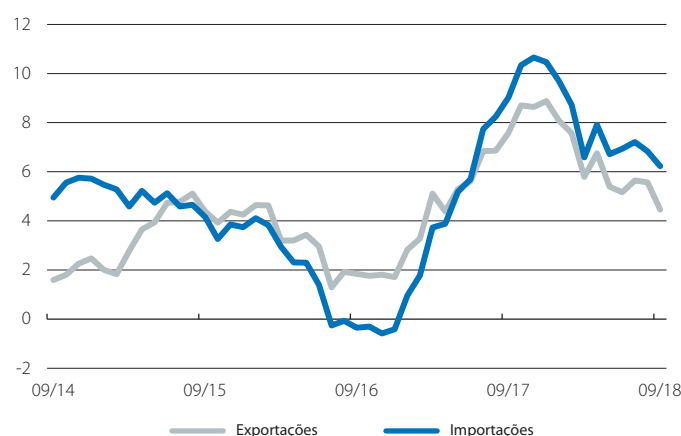
Nível



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

Espanha: exportações e importações de bens *

Variação homóloga (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento de Alfândegas espanhol.

de pessoas que encontraram emprego nos últimos 12 meses, em termos acumulados. Este valor junta-se à boa evolução do Inquérito de População Ativa (EPA) e aos dados contabilísticos nacionais para o 3T. Assim, convém lembrar que a taxa de desemprego no 3T se situou em 14,6%, o nível mais baixo desde o 4T 2008, enquanto a remuneração por assalariado a tempo inteiro subiu 1,1% homólogo, um valor superior à média de 2017 e do primeiro semestre de 2018.

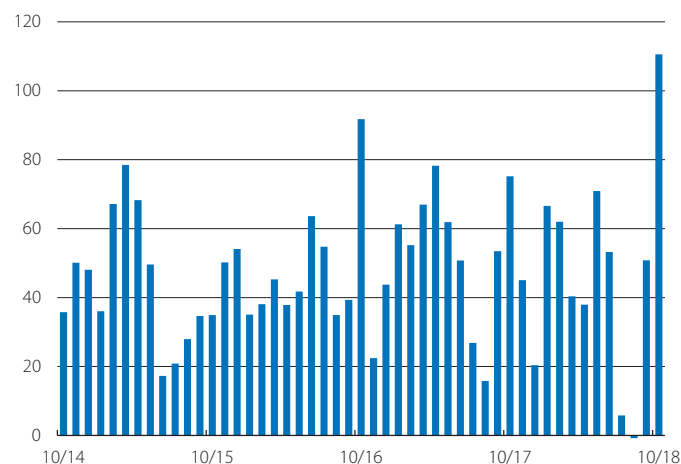
Prossegue a estabilização do superávit externo. Em setembro, o saldo da balança corrente situou-se em 1,1% do PIB (ou seja, 13.339 milhões de euros, com dados acumulados de 12 meses), um registo inferior aos 1,8% de setembro de 2017. Esta descida explica-se, em grande parte, pela deterioração da balança comercial, tanto energética como não energética (em partes iguais). Além disso, a diminuição do superávit dos serviços também contribuiu para a deterioração do saldo da balança corrente. Para os próximos meses, os indicadores sugerem que o saldo da balança corrente vai continuar a sofrer uma degradação devido à deterioração contínua do saldo não energético, embora estas pressões negativas possam ser atenuadas pela recente correção do preço do petróleo e pela desaceleração do turismo, que se tem mostrado mais benigna do que era de esperar antes da temporada de verão.

O ciclo continua a facilitar o ajustamento do défice público. Os dados disponíveis até setembro mostram que o défice consolidado do conjunto das Administrações Públicas (excluindo organismos locais) foi de 1,5% do PIB, o que representa um ajustamento de 0,5 p. p. nas contas públicas em relação ao ano passado, e que deveria permitir alcançar a meta de défice público para 2018 (2,7%). Por outro lado, a dívida do conjunto das Administrações Públicas permaneceu em 98,1% do PIB no 3T de 2018, um valor muito semelhante ao do 3T 2017 (98,4%). Precisamente, em referência a este elevado nível de dívida pública – que há quase 5 anos está perto de 100% do PIB – a Comissão Europeia sublinhou em novembro a necessidade de assegurar a redução prevista do défice estrutural, bem como do elevado nível de dívida pública.

Abrandamento da evolução do preço da habitação no 3T. Os preços de avaliação de mediadores da habitação registaram uma fraca evolução no 3T 2018 (0,1% em cadeia, 3,2% homólogo) e desaceleraram em relação ao 2T (1,4% em cadeia, 3,8% homólogo). No entanto, a maior parte dos indicadores de oferta e procura do setor continuam a apresentar um bom desempenho e, juntamente com a melhoria do mercado de trabalho, de condições financeiras acomodáticas e suportados pela procura de habitação proveniente do exterior, sustentam as perspetivas positivas para o setor. Especificamente, no lado da procura, no acumulado de 12 meses até setembro, foram efetuadas 506.749 compras de habitação, um valor 12,6% superior ao registo de setembro de 2017, mostrando que a procura de habitação continua a crescer com robustez. Da mesma forma, do lado da oferta, o investimento residencial manteve uma dinâmica favorável, com um crescimento homólogo de 6,5% no 3T, um registo semelhante ao do trimestre anterior (7,0% homólogo).

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Varição mensal (milhares de pessoas)

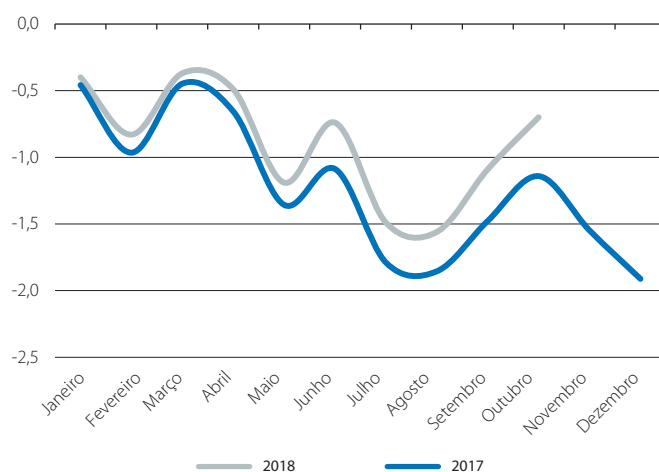


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

Espanha: saldo do Estado

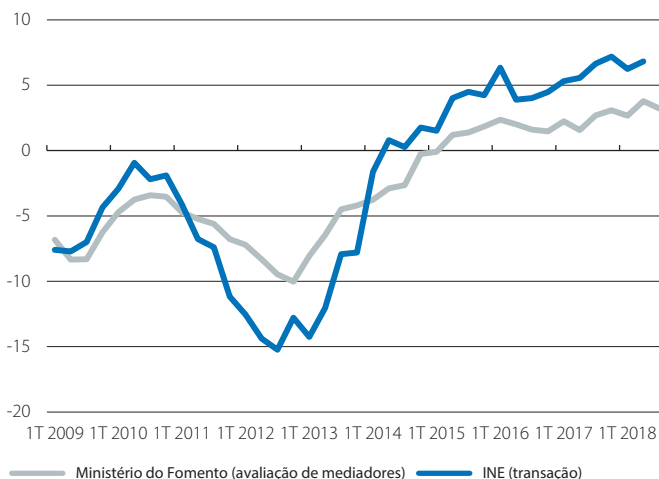
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do IGAE espanhol.

Preço da habitação

Varição homóloga (%)



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

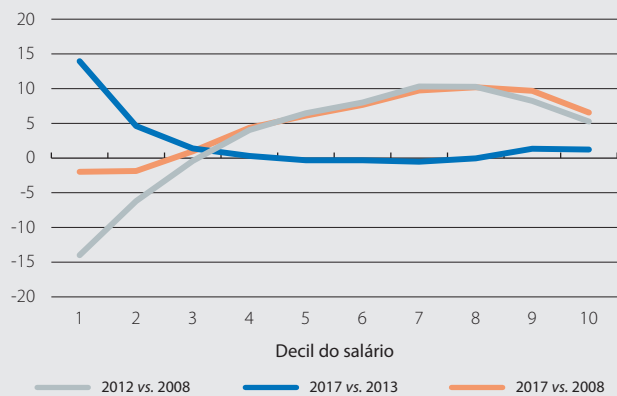
Salários em Espanha: uma estabilização igual para todos?

Há vários anos que o mercado de trabalho em Espanha tem vindo a exibir um ritmo de recuperação significativo. Por exemplo, em 2018 existem cerca de mais de dois milhões de empregados do que em 2013, tendo a taxa de desemprego diminuído a um ritmo de cerca de 2 p. p. por ano durante este período. Apesar disso, o ritmo de evolução salarial tem sido relativamente moderado. De acordo com as Contas Nacionais, a remuneração por empregado a tempo inteiro aumentou em média 0,5% por ano, entre 2013 e 2018. Este baixo ritmo de crescimento dos salários deve-se em grande parte ao elevado nível de subutilização da mão-de-obra, que se reflete tanto na elevada taxa de desemprego como noutros indicadores de subemprego como, por exemplo, na elevada taxa de trabalhadores a tempo parcial involuntário.¹ Outro fator que também contribuiu para um fraco crescimento dos salários é a manutenção das expectativas de inflação em níveis relativamente reduzidos. Deste modo coloca-se a questão: a estabilização salarial tem sido generalizada entre todos os empregados?

Se analisarmos a evolução ao longo dos decis da distribuição salarial,² vemos que a estabilidade aparente dos salários oculta comportamentos díspares. De acordo com o INE, o salário bruto mensal mediano de um trabalhador a tempo inteiro – ou seja, um trabalhador cuja metade da mão-de-obra recebe menos do que ele, e cuja outra metade recebe mais – era muito semelhante em 2013 e em 2017 em termos nominais.³ No entanto, os salários mais baixos registaram uma evolução mais positiva: em particular, em 2017, o salário do primeiro decil (que abrange 10% dos salários mais baixos) foi 14% superior ao de 2013 e o segundo 4,6% superior. Portanto, desde o início da recuperação económica que os trabalhadores com salários mais baixos têm vindo a recuperar parte do terreno perdido durante a crise.⁴

Em contraste, para os decis seguintes, os salários permaneceram relativamente estáveis entre 2013 e 2017 (ver o primeiro gráfico). No entanto, neste caso os salários continuaram a aumentar durante a crise, especialmente os salários acima da mediana, de modo que os salários nominais em 2017 são mais altos do que em 2008. Especifica-

Espanha: variação do salário nominal por decil (%)

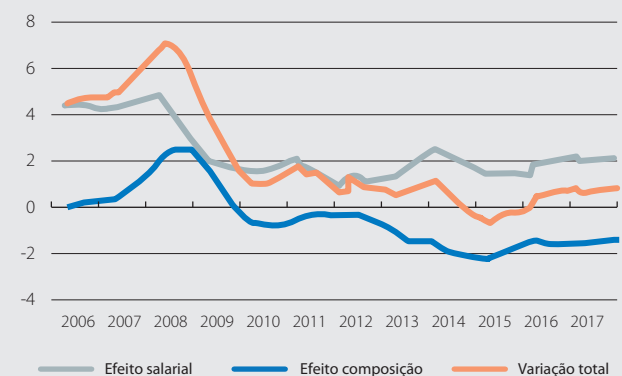


Nota: Decil do salário do emprego principal a tempo inteiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do decil do salário do emprego principal do inquérito à população ativa (EPA).

Espanha: decomposição da variação homóloga da mediana do salário por dia a tempo inteiro

Variação homóloga (%)



Nota: Decil do salário do emprego principal a tempo inteiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Felgueroso, F. e Jansen, M.

«¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponível na Internet, <http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i>

mente, para pessoas com um salário acima do salário mediano, o aumento foi de 8,3%.⁵ Assim, se considerarmos os últimos 10 anos como referência, observamos que a maior parte dos ajustamentos salariais ocorreu no escalão inferior da distribuição salarial.

Para entender melhor estas dinâmicas, devemos considerar que a evolução salarial também reflete mudanças na composição da mão-de-obra. Assim, outra visão interessante consiste em distinguir entre os indivíduos que não perderam os seus empregos e os que perderam e encontram trabalho. Isto permite repartir a variação salarial num efeito puramente salarial (a variação salarial

1. Para uma análise mais pormenorizada consultar, por exemplo, Cuadrado, P. e Tagliati, F. (2018), «La moderación salarial en España y en la UEM», Boletim Económico 4/2018, Banco de Espanha.

2. Ou seja, ordenar os assalariados de menor a maior salário e dividi-los em 10 grupos com o mesmo tamanho. Os dados correspondem ao decil do salário do emprego principal a tempo inteiro do inquérito à população ativa (EPA).

3. O salário nominal passou de 1.503 euros em 2013 para 1.498 euros em 2017, uma redução de 0,3%. Em termos reais, a mediana do salário desceu 1,4%.

4. Em termos reais, a perda de poder de compra entre 2008 e 2017 foi de quase 11% para ambos.

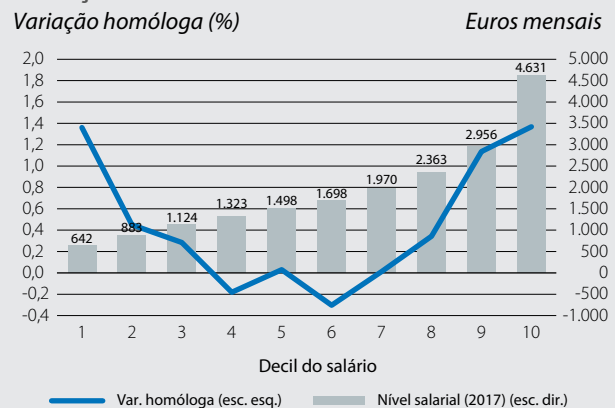
5. Em termos reais, os salários acima da mediana perderam 1,1% do poder de compra entre 2008 e 2017.

para trabalhadores com características constantes) e num efeito de composição (a variação salarial devido às diferenças salariais entre pessoas que entram e saem do mercado de trabalho). Como mostram Felgueroso e Jansen utilizando dados da Amostra Contínua de Vidas Profissionais (ACVP),⁶ os salários médios dos trabalhadores que não mudaram de emprego aumentaram cerca de 2% por ano de uma forma bastante contínua entre 2008 e 2017 (ver o segundo gráfico). Assim, são as mudanças na composição da mão-de-obra, e em particular a entrada de trabalhadores com salários abaixo da mediana, que provocam reduções salariais por intermédio da composição e explicam o facto de o salário mediano permanecer contido.

Se observarmos o período mais recente, a evolução salarial por decis em 2017 mostra um padrão diferente ao dos anos de recuperação (2013-2016). Esta mudança de tendência poderia ser enquadrada num aumento da polarização do mercado de trabalho observado em muitos países desenvolvidos, onde existe uma menor procura de emprego em atividades na parte intermédia da distribuição (geralmente trabalhos mais automatizados),⁷ enfraquecendo as remunerações em torno da mediana. Ou, por outras palavras, os salários aumentam mais nas extremidades da distribuição, dando origem a uma evolução salarial em forma de U (ver o terceiro gráfico).

Qual é a evolução que podemos esperar para os próximos anos? Na medida em que a folga no mercado de trabalho se reduz e as perspetivas de inflação aumentam, é de esperar uma recuperação gradual dos salários. Já é possível observar parte desta evolução positiva nas revisões salariais estabelecidas em acordos coletivos. Os acordos coletivos com efeitos económicos em 2018 estabeleceram um aumento salarial médio de +1,69% (com dados até outubro de 2018), e os que foram assinados em 2018 um aumento de +1,97%, em linha com o estabelecido no Acordo de Emprego e Negociação Coletiva (AENC) 2018-2020.⁸ No entanto, será necessário acompanhar de perto como se vai materializar esta tendência de recuperação progressiva dos salários nos diferentes níveis de remuneração. As dinâmicas mais recentes não inspiram otimismo.

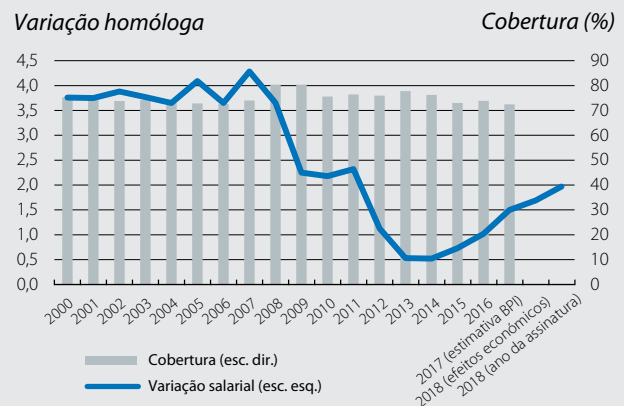
Espanha: salário nominal por decis em 2017, variação e montante



Nota: Decil do salário do emprego principal a tempo inteiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do decil do salário do emprego principal do inquérito à população ativa (EPA).

Espanha: cobertura e variação salarial acordada * dos acordos coletivos



Nota: * A cobertura faz referência à percentagem de empregados cobertos sobre o total de inscritos. Como a totalidade das convenções possuem uma duração de até 18 meses, a cobertura para 2017 é estimada e a cobertura para 2018 ainda não está disponível. A variação salarial para 2018 é apresentada tanto para o conjunto dos acordos aplicáveis para fins económicos como para o conjunto dos acordos aprovados em 2018.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Estatística de Acordos Coletivos e de Inscrição do Ministério do Emprego e Segurança Social espanhol.

6. Felgueroso, F. e Jansen, M. «¿Por qué no crecen los salarios en España?», disponível na Internet, <http://nadaesgratis.es/felgueroso/por-que-no-crecen-los-salarios-en-espana-i>

7. Para mais informação consulte, por exemplo, os artigos «A polarização do emprego em Espanha» na IM05/2015 e «Polarização do emprego na Zona Euro», na IM07/2017.

8. O Acordo Estatal de Negociação Coletiva 2018-2020 recomenda uma revisão salarial de cerca de 2% fixo mais 1% variável vinculado a fatores estabelecidos na convenção, como a produtividade.

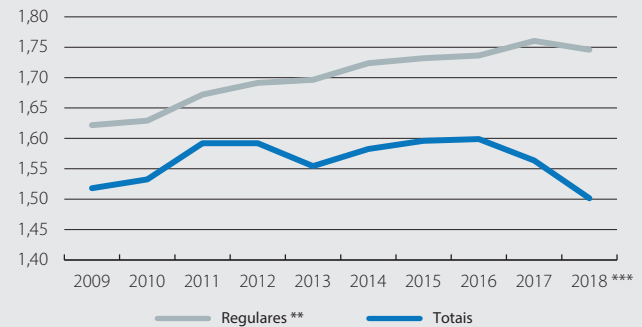
A diversificação geográfica das empresas de exportação espanholas: algumas sim, outras não

Grande parte da desaceleração da economia espanhola em 2018 pode ser atribuída à perda de impulso nas exportações, juntamente com a força contínua das importações. Assim, perguntamo-nos se esta desaceleração ao nível das exportações é oportuna ou não. Nos artigos anteriores, verificámos duas dinâmicas que estimulam o pensamento positivo e outra menos otimista: por um lado, em termos absolutos, tanto o número de empresas que se lançam no mercado das exportações como aquelas que se consolidam (as denominadas regulares que exportam há quatro anos consecutivos) aumentam de forma sustentável. No entanto, por sua vez, em termos relativos, a proporção de novas empresas de exportação que se tornaram regulares tem vindo a descer recentemente.¹ Neste artigo, analisamos a força de cada uma destas empresas de exportação com outra medida: a diversidade geográfica dos destinos para os quais exportam. A mesma reflete as vantagens competitivas de cada empresa de exportação (uma maior competitividade deve permitir exportar para mais mercados) e a sua capacidade de sobrevivência (uma maior diversificação ajuda a conter o impacto de um desempenho negativo em economias específicas). É então necessário colocar esta pergunta: qual é a diversidade geográfica dos exportadores espanhóis?²

Como acontecia em tempos antigos quando se falava dos sete mares, podemos distinguir sete áreas geográficas no mundo: os cinco continentes, mas desagregando a Ásia entre o Médio Oriente e o resto do continente (principalmente o Extremo Oriente), e a América entre a América do Norte e a América Latina. Começamos a focalizar a nossa análise nestas regiões com uma visão mais geral antes de entrarmos em detalhe por países, dado que os seus ciclos económicos estão menos sincronizados do que os dos países de uma mesma região. Pelo que uma medida de diversificação por regiões reflete provavelmente melhor o grau de proteção das empresas de exportação face a fenómenos idiossincráticos de cada destino. Assim, como é possível observar no gráfico em anexo, o primeiro resultado positivo é que a diversificação geográfica das empresas de exportação regular aumenta: cada empresa de exportação regular exportou para quase 1,8 regiões em 2017, acima das 1,6 de 2009. Em segundo lugar, as empresas de exportação regular possuem uma maior diversificação geográfica do que a média das empresas de exportação na sua totalidade (que foi de 1,6 em 2017). Além disso, esta diferença entre as regulares e as não regulares tem vindo a aumentar nos últimos anos, sugerindo que as empresas de exportação regular possuem uma posição cada vez mais forte. Naturalmente, as novas empresas de exportação começam a exportar para um número mais

Espanha: diversificação geográfica das empresas de exportações

Número de regiões por empresa *



Notas: * As sete regiões são: Europa, América do Norte, América Latina, Médio Oriente, Ásia Oriental (Ásia ex-Médio Oriente), África e Oceânia e Regiões Polares. ** Uma empresa é considerada regular se exportou durante quatro anos consecutivos. *** Os dados de 2018 são parciais (de janeiro a junho).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento de Alfândegas espanhol.

reduzido de destinos. Mas, ao contrário do que acontece com as regulares, a diversidade geográfica das empresas de exportação não regular tem diminuído nos últimos anos.

Também efetuámos a mesma análise ao nível dos países considerando os principais destinos de cada empresa.³ Entre os resultados deste exercício, destaque para o facto da diversidade das empresas de exportação para a Europa, tanto regulares como não regulares, aumentar (cada uma exportou em média para 4,8 países europeus em 2017, acima dos 4,2 de 2009), enquanto diminui fora da Europa. No caso da África e da Ásia Oriental, a perda de diversidade advém da crescente importância de Marrocos e da China-Hong Kong, dois destinos que em 2017 representavam 45% e 42% da totalidade das exportações para as suas respetivas regiões. Isto não acontece na América Latina, destino de muitas das novas empresas de exportação regular, onde o peso do maior importador (o México com 30% do total) tem evoluído negativamente e com uma diversidade muito reduzida de destinos (de um total de cinco principais países na região, cada exportador exporta em média 1,1; no caso das empresas de exportação regular 1,5).

Em suma, nos últimos anos, observámos uma certa polarização entre as empresas de exportação espanholas. Por um lado, existe um forte fator apoiado por uma série de empresas de exportação regular que tem vindo a aumentar e que possui uma diversidade geográfica por destinos cada vez maior. Por outro lado, muitas das restantes empresas de exportação são novas e pouco diversificadas, o que no futuro pode prejudicar a sua probabilidade de permanência.

1. Ver o Focus «Novo impulso do setor das exportações» na IM11/2018.

2. Para calcular a diversificação geográfica, somámos, para cada destino, o número de empresas de exportações espanholas e dividimo-lo pela totalidade de empresas de exportações espanholas.

3. A diversidade de tamanho e sofisticação dos países dentro da mesma região significa que os resultados devem ser analisados com prudência.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Indústria									
Índice de produção industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	0,4	-0,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	-2,6	-3,0	-1,5	-0,8
PMI da indústria (valor)	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,4	51,4	51,8	52,6
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	25,8	24,1	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,2	15,8	15,6	13,1	12,6	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	3,2	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	1,5	0,5	0,8	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,5	54,0	...
Consumo									
Vendas comércio a retalho	3,8	0,9	0,4	1,8	0,1	-0,3	-0,4	1,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	17,0	-17,0	-6,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-1,5	-0,6	0,5	-3,3	-8,0	-7,5	-6,6
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	2,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	14,6	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	2,9	2,9	3,1	...
PIB	3,2	3,0	3,1	2,8	2,5	2,5	-	-	-

Preços

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Inflação geral	-0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	2,3	1,7
Inflação subjacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	1,0	...

Setor externo

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	5,6	4,5	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,8	6,2	...
Saldo corrente	25,2	21,5	21,5	20,8	17,2	13,3	14,3	13,3	...
Bens e serviços	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	25,7	26,6	25,7	...
Rendimentos primários e secundários	-10,7	-12,1	-12,1	-12,7	-12,3	-12,3	-12,3	-12,3	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	27,8	24,2	24,2	23,8	20,4	16,6	17,4	16,6	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,5	3,8	...
À vista e poupança	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,3	10,4	10,2	...
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-24,6	-23,1	-20,7	-18,7	-17,9	-17,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	-14,2	-8,7	13,1	16,7	17,6	10,4	10,1	14,1	...
TOTAL	1,2	1,9	3,7	3,2	3,8	3,8	3,9	4,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,6	-2,2	-1,9	-2,2	-2,8	-2,3	-2,2	-2,1	...
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-3,3	-4,4	-6,4	-5,6	-5,4	-5,3	...
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,6	-2,4	-2,0	-1,7	-1,7	-1,5	...
Famílias - outros fins	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,5	6,2	5,2	...
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-11,4	-12,5	-9,4	-8,9	-8,1	-12,5	...
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,7	-2,5	-2,7	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	9,1	7,8	7,8	6,8	6,4	6,2	6,2	...	...

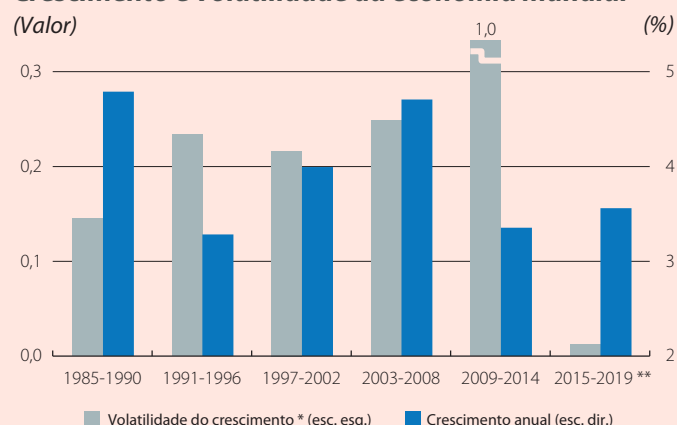
Notas: 1. Estimativa EPA. 2. Dados médios mensais. 3. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 4. Dado fim do período.

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 espanhóis, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e de Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

2019, uma visão desde o futuro

Caros alunos e professores do corpo docente da Faculdade de Economia, é para mim um enorme prazer poder dirigir-me a este curso de 2029. Foi-me dito que, como é tradição neste evento, devo escolher um ano que considero que contém lições de interesse para entender o futuro da economia mundial. Obviamente que não me faltam candidatos. Poderia ter escolhido 1997, quando a crise asiática castigou gravemente os países emergentes. Ou 2001, quando a China aderiu à Organização Mundial do Comércio e acelerou o ritmo da globalização. Ou, logicamente, 2008, quando teve início o pior episódio de crise desde a Grande Depressão. No entanto a minha escolha recai sobre 2019. É surpreendente, não é? Mais ainda porque à primeira vista parece ser um ano sem grande história. Mas isto deve-se ao facto de termos o privilégio que nos dá a experiência, que coloca tudo no seu devido lugar. Além disso, como tentarei justificar, 2019 continha lições que apenas pudemos ler mais tarde. Desta forma, acompanhem-me nesta viagem ao passado.

Crescimento e volatilidade da economia mundial



Notas: * Medida relativa da variância do crescimento em relação à sua média, com a qual é eliminado o efeito que as variações das taxas médias de crescimento têm na sua variância.

** São utilizadas as projeções de crescimento mundial desde o 3T 2018.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI e da Oxford Economics.

Vamos recordar qual era o estado de espírito no final de 2018. As previsões que naquela altura geríamos eram razoavelmente positivas, pois esperávamos um crescimento global de 3,6% em 2019 e de 3,5% em 2020, afastando-nos dos 3,7% de 2017 e 2018. Os EUA, por sua vez, iriam crescer respetivamente, 2,3% e 2,1% em 2019 e 2020 (2,8% em 2018); a Zona Euro, 1,8% e 1,7% (1,9% em 2018) e o agregado dos principais mercados emergentes, 4,6% em ambos os anos (4,7% em 2018). Em termos gerais, a perspetivas económicas sugeriam que 2019 confirmaria a entrada numa etapa de estabilização económica, mas também de consolidação de um regime de menor volatilidade do crescimento. Com todas as nuances necessárias, parecia que, após o impacto da Grande Recessão, o caminho da denominada Grande Estabilização iria começar, ou seja, a redução da volatilidade do ciclo macroeconómico que começou nos anos 80.

Sendo esta a visão geral, como víamos a situação do ciclo no final de 2018? O debate que naquela altura nos preocupava era se os EUA estavam a entrar na fase avançada do ciclo (o denominado *late cycle*), e qual era a posição, em termos de maturidade, da Zona Euro e dos países emergentes. No caso dos EUA, os dados confirmaram que estava a decorrer uma longa expansão (a mais longa desde 1991), mas com uma intensidade ligeiramente menor do que a registada na média das expansões anteriores, como evidenciava o facto de que o crescimento do PIB, tanto desde o início da expansão como desde que o PIB registado superou o tendencial, tinha sido menor do que a média habitual nas três expansões desde 1993. No entanto, esta situação não permitia por si só diagnosticar o restante percurso do ciclo. Para tal, as informações sobre a duração e a amplitude deveriam ser complementadas com outro indicador. Assim, quando essa informação era combinada com o padrão de consumo nos EUA no final de 2018, existia uma visão mais completa: a expansão do consumo era mais dinâmica do que a observada historicamente nas fases finais do ciclo. Portanto, era razoável pressupor que ainda havia um caminho positivo a percorrer. Em resumo, e recuperando a terminologia de 2018, ficou claro que o *peak cycle* dos EUA começava a ficar para trás, mas o *late cycle* ainda não se observava.

Mais complexa era a leitura cíclica da Zona Euro. Sabíamos que a expansão tinha demorado mais tempo a arrancar do que nos EUA e que a sua intensidade tinha sido menor do que em expansões anteriores. Além disso, em 2018, ficou claro que a velocidade económica europeia era inferior à esperada e as previsões indicavam alguma moderação no futuro. No entanto, tanto a duração como a intensidade sugeriram que o fim do ciclo ainda estava longe. Apesar de que não era fácil certificar esta situação em 2018, era possível constatar que, de acordo com evidências históricas, a evolução do consumo e do investimento foi mais vigorosa do que em fases pré-recessivas. Finalmente, no respeitante ao agregado das principais economias emergentes, o padrão, em termos de duração e intensidade, sugeriu que, em termos gerais, estava em zonas cíclicas ainda afastadas do seu final.

Mas o que realmente preocupava em 2018 foi que, sendo este cenário central favoravelmente aceitável, o balanço dos riscos era claramente descendente. Talvez possa parecer um bocado exagerado atualmente, com o privilégio de olhar para o mundo de ontem desde 2029, mas no início de 2019 vínhamos de vários anos nos quais a realidade nos tinha surpreendido... e muito. Além

disso, não faltavam candidatos para que estas surpresas se repetissem. Por exemplo, não era claro como seria digerido o nível de dívida mais alto da história e, embora fosse de esperar que a anomalia chinesa podia ser gerida enquanto o país tivesse instrumentos fora do alcance de qualquer outro emergente, lembro-me do quão ameaçadores eram os seus rácios de endividamento sobre o PIB.

A China não estava sozinha no pódio das preocupações. É verdade que a sua acumulação de desequilíbrios macrofinanceiros e o complicado exercício ao nível da mudança de modelo económico que estava a realizar justificavam a atenção para o gigante chinês. Mas os EUA não estavam atrás. Vinham de um elevado crescimento de 2,8%, mas a maioria dos analistas sabia que esse ritmo não era sustentável, porque derivava da combinação de condições financeiras ainda acomodaticias, da redução de impostos e da expansão da despesa pública. Portanto, não eram poucas as vozes de preocupação com o facto de que 2019 acabou por ser um ano claramente pior do que o previsto, à medida que o incentivo fiscal diminuiu e as condições financeiras endureceram. Além disso, a viragem protecionista dos EUA tinha então um alcance que não podia ser calibrado e, embora fosse de esperar que finalmente encontrasse um ponto de equilíbrio razoável para a grande tríade comercial entre os EUA, a China e a UE, a própria incerteza sobre quando e como esse equilíbrio seria alcançado iria afetar o ritmo da atividade.

Portanto, os riscos negativos para o crescimento dos EUA eram significativos. No entanto, também não eram poucas as vozes reputadas que argumentavam que o risco era de que as surpresas inflacionistas eram importantes e que a Fed seria forçada a reagir de uma forma mais intensa do que era de esperar, deixando os investidores expostos a cenários de tensão monetária mais intensos do que era de prever.

Da mesma forma, a política interna de muitos países e as fontes de riscos geopolíticos também não serviam para acalmar os ânimos. O aumento do populismo foi visto como uma ameaça crescente e uma evolução perturbadora. Em várias regiões era decidido se se manteriam as lideranças tradicionais: é impossível esquecer a situação muito complicada no Médio Oriente ou os desejos da Rússia em voltar a ser um grande ator na cena mundial.

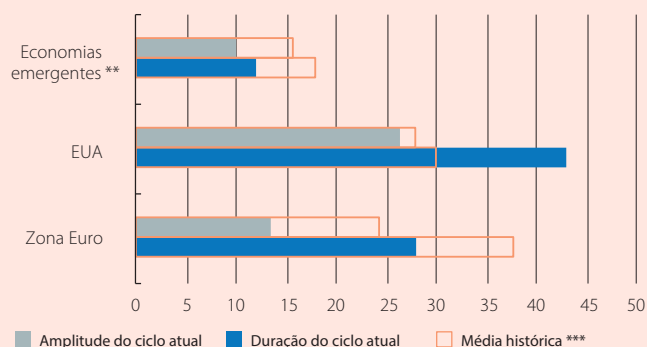
Portanto, o *cocktail* era difícil de digerir. O cenário central que geríamos era apenas ligeiramente pior do que o de anos anteriores, mas os cenários alternativos deparavam-se abertamente negativos e provavelmente iriam ocorrer com maior frequência. Poucos analistas reconheciam estar desconfortáveis, mas menos ainda eram aqueles que estavam totalmente confiantes. E não preciso de vos lembrar o que aconteceu.

Ou se calhar sim... Pois sei que vocês prestam menos atenção do que deveriam às vossas aulas de história económica: felizmente acertámos no cenário central. Ou pelo menos acertámos no essencial. O mundo cresceu ligeiramente abaixo do que era de esperar, dado que os focos de risco penalizaram em certa medida, mas esta situação não representou nenhum descalabro. O senso comum prevaleceu e o impacto do protecionismo foi relativamente baixo e os compromissos adquiridos, sustentáveis ao longo do tempo. A geopolítica e a política não deixaram de ser fontes de incerteza, mas no ano do *Brexit* não era possível pedir muito mais. A normalização da política monetária materializou-se totalmente nos EUA e na Zona Euro, o novo presidente do BCE aumentou a taxa de juro pela primeira vez desde 2011. Os mercados digeriram com relativa facilidade o novo cenário: 2018 tinha dado sinais suficientes para que os investidores estivessem preparados e não ocorreram problemas de maior.

Em conclusão, como avançava no início da minha apresentação, escolhi 2019 porque nos falava sobre o futuro, mesmo que não estivéssemos totalmente cientes naquela altura. Nos anos que se seguiram, começou-se a perceber melhor que este ano tinha sido uma ponte para uma nova etapa, caracterizada pelo abandono da excecionalidade da política monetária, por um crescimento um pouco mais contido, mas menos volátil, e pelo facto de nos fazer lembrar que, sem negligenciar o fator económico, a vertente política deveria permanecer um eixo central para detetar e limitar fontes de incerteza.

Comparação do ciclo económico *

Crescimento (%) e trimestres de duração



Notas: * A amplitude é definida como o output acumulado até ao 4T 2019 desde o início da fase de expansão. A duração, como os trimestres que passaram entre o início da fase de expansão e o 4T 2019. Para os EUA e a Zona Euro, são utilizados os ciclos definidos pelo NBER e o CPER. Para os países emergentes, o ciclo foi identificado através da estimativa de output gaps de tendência utilizando o filtro de Hamilton. ** É utilizada uma amostra representativa de 10 países (68% do total do PIB dos países emergentes, segundo dados do FMI para estimar o PIB do agregado dos emergentes. *** Média dos últimos três ciclos de expansão observados a partir de 1993.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Goldman Sachs.

Bancos centrais, ao leme de um contexto mais volátil

O ano de 2018 foi agitado nos mercados financeiros: a volatilidade subiu para níveis que não se observavam desde 2015, ocorreram vários episódios de correções bolsistas e os prémios de risco (soberanos e corporativos) aumentaram. Este cenário, que contrasta fortemente com uma volatilidade muito mais ligeira, surgiu de uma restritividade da política monetária global que a Fed liderou e que colocou sob a lupa focos de vulnerabilidade acumulados nos últimos anos (como o elevado nível da dívida global ou as elevadas cotações de alguns ativos financeiros). Em setembro do ano passado, após um novo aumento das taxas de juro por parte da Fed, a imprensa internacional anunciou «o fim da política monetária acomodatória». Nesta conjuntura, devemos enfrentar 2019 analisando as perspetivas para a política monetária dos dois principais bancos centrais, Fed e BCE, e as condições financeiras das suas economias.

EUA: a Fed perante condições financeiras incomuns

Detalhando o caso norte-americano, em 2015, a Fed deu início a um aumento gradual das taxas de juro no contexto do processo de normalização da política monetária, que tinha sido extraordinariamente acomodatória nos anos posteriores à Grande Recessão. No entanto, o aumento das taxas de juro oficiais, bem como a redução do tamanho do balanço do banco central, até agora não resultou num aperto significativo das condições financeiras norte-americanas. Isto reflete-se no índice de condições financeiras (ICF) da Fed de Chicago, que consiste em mais de 100 variáveis que afetam o custo do capital, nas decisões de investimento e noutras medidas de risco de crédito.¹ Historicamente, este indicador manteve uma relação estreita com a taxa de juro oficial definida pela Fed, mas, ultimamente, o índice situou-se em níveis muito semelhantes e inclusivamente mais baixos dos que os observados em 2014 (quando as taxas de juro estavam praticamente em 0% e o balanço do banco central ainda não tinha começado a reduzir), dado que os prémios de risco continuam em valores baixos, o crédito continua a ser acessível e o impacto das recentes correções bolsistas foi moderado.

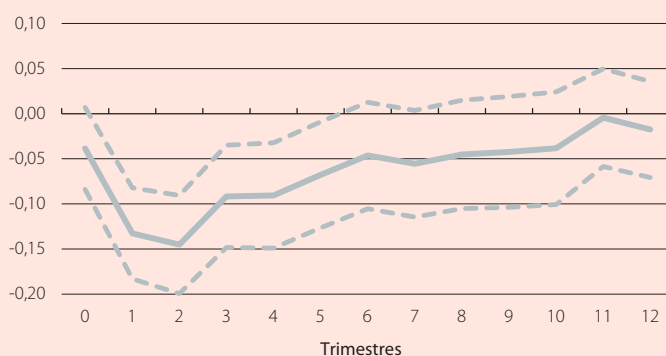
De acordo com a relação histórica que o ICF mantém com a taxa de juro oficial, o primeiro deveria estar bem acima do seu nível atual. A separação entre os dois indicadores conduz a vários cenários. Por um lado, poderíamos ver como as condições financeiras sobem gradualmente sem causar ruturas significativas na atividade económica. Por outro lado, existem outros cenários cujas consequências poderiam ser mais prejudiciais para a economia norte-americana, como, por exemplo, um aperto abrupto das condições financeiras ou, pelo contrário, a manutenção em níveis muito acomodatórios apesar do aumento das taxas de juro oficiais. Vamos analisá-los a seguir.

De acordo com as nossas estimativas econométricas, se as condições financeiras recuperarem repentinamente a relação histórica com a taxa de juro oficial, a atividade económica dos EUA seria afetada negativamente. Especificamente, e como é possível observar no primeiro gráfico, o crescimento em cadeia do PIB dos EUA reduziria cerca de 1 décima cada trimestre pelo menos durante um ano. Além disso, isto seria acompanhado por vários impactos no setor financeiro, como o aumento da taxa de incumprimento nos créditos.

No outro cenário, umas condições financeiras que permanecem em níveis muito baixos e inalteráveis aos aumentos da taxa de juro da Fed, numa economia que está numa fase já madura do ciclo – a taxa de desemprego está atualmente em mínimos históricos de 50 anos – representariam um risco de sobreaquecimento que não deve ser desprezado e que poderia começar a manifestar-se com pressões inflacionistas significativas. Normalmente, as situações de sobreaquecimento costumam preceder as recessões, à medida que a economia cresce a ritmos insustentáveis durante um tempo prolongado e, entre outras consequências, podem provocar bolhas nalguns mercados. Para evitar esta situação, a Fed insiste em levar a cabo uma estratégia de aumentos graduais nas taxas de juro, embora tenha encontrado a oposição do presidente Donald Trump a esses aumentos. Felizmente, a independência do banco central dos EUA não está em questão e as decisões que serão tomadas nos próximos trimestres vão

EUA: resposta do PIB a uma restritividade brusca das condições financeiras *

Impacto sobre o crescimento em cadeia (p. p.)



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

As linhas a tracejado representam um intervalo de confiança de 95%.

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

1. Valores elevados deste indicador sugerem que as condições financeiras nos EUA são restritivas, o que provoca uma estabilização do crescimento económico, enquanto valores baixos indicam que o contexto financeiro é acomodatório. Para mais informações, consulte «A resistência das condições financeiras ao endurecimento da política monetária» na IM03/2018.

continuar com o seu percurso rumo à normalização da política monetária.

Europa: perante a reorientação do BCE

Em relação à Europa, a procura interna enfrenta 2019 com a perspectiva de continuar a ser o principal motor de crescimento, pois apesar do fim das compras líquidas, o BCE vai continuar a favorecer umas condições financeiras acomodáticas. Para tal vai contar com duas alavancas principais: o tamanho do seu balanço e a gestão das expectativas.

O BCE indicou repetidamente que vai manter o tamanho do seu balanço durante um longo período de tempo. Dado que o balanço tende a reduzir-se com inércia (devido à maturidade das obrigações adquiridas), isto fará com que o BCE continue a adquirir ativos em quantidades significativas através de reinvestimentos (ver o segundo gráfico). Além disso, o próprio facto de manter o balanço estável vai continuar a sustentar um contexto de taxas de juro relativamente flexíveis e condições financeiras acomodáticas. A razão é que, de acordo com a evidência disponível, os programas de compra de ativos têm mais impacto sobre as condições financeiras através do seu efeito de *stock* (o volume total de ativos adquiridos) do que com o fluxo mensal de compras. Como mostram os estudos que analisam o impacto macroeconómico dos programas, isto fica demonstrado quando se compara a forte reação das condições financeiras quando o banco central anuncia o tamanho total do programa de compra de ativos face aos poucos movimentos observados no mercado no dia em que o banco central torna efetiva uma compra.

Olhando para 2019, as próprias estimativas do BCE sugerem que foi retirado do mercado um volume de dívida suficientemente elevado para que as condições financeiras não sejam muito sensíveis ao fim das compras líquidas. Para entender o porquê, é preciso perceber que alguns detentores de obrigações estão menos dispostos a vender do que outros. Inicialmente, o Eurosystema comprou a maior parte dos ativos de agentes com um preço de reserva mais baixo (ou seja, mais dispostos a vender), como os investidores não residentes; mas à medida que a escassez das obrigações aumentava, recorreu a vendedores com menor disposição para vender, como são o caso dos fundos de pensão e seguradoras. No entanto, se estes vendedores tiverem uma preferência maior por estes ativos (por exemplo, porque querem ter em posse ativos com um risco menor e com vencimentos a longo prazo no seu balanço), é provável que, face a novas emissões de dívida pública, estas mesmas instituições pretendam adquirir os ativos a preços relativamente altos (ou seja, sem exigirem taxas de juro substancialmente mais altas), o que vai favorecer taxas de juro estáveis e relativamente baixas, mesmo na ausência de compras líquidas por parte do BCE.

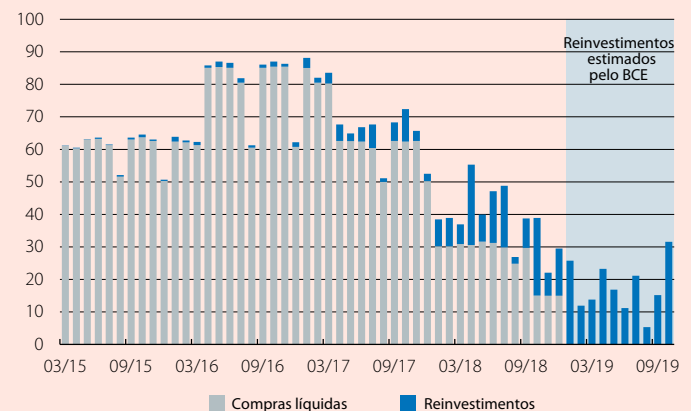
Além disso, a própria comunicação do BCE procura evitar reajustamentos bruscos das taxas de juro do mercado através da gestão de expectativas: é por isso que demonstra a intenção de não aumentar as taxas de juro antes do verão de 2019. Esta gestão vai provavelmente evoluir com o cenário económico e, além disso, em 2019, a comunicação enfrentará a renovação de parte da cúpula do BCE. O presidente Mario Draghi termina o seu mandato a 31 de outubro. Além disso, também deverão encontrar um substituto para o atual economista-chefe do BCE, Peter Praet, cujo mandato termina a 31 de maio de 2019, e para Benoît Cœuré (cujo mandato termina a 31 de dezembro de 2019). Embora as apostas inclinam para candidatos relativamente continuístas,² a gestão destas mudanças será importante para evitar que sejam entendidos como reajustamentos bruscos na evolução futura da política monetária.

Com as alavancas discutidas, o BCE continuará a favorecer um contexto acomodático. No entanto, o cenário terá outras condições que podem endurecer as condições financeiras para além do que seria de esperar, como as consequências económicas da geopolítica (por exemplo, o *Brexit*, as tensões entre a UE e a Itália ou as tensões comerciais com os EUA), a tolerância ao risco dos mercados e o contágio que pode provocar o endurecimento das condições financeiras globais.

Em suma, os EUA e a Zona Euro estão em fases diferentes do seu ciclo financeiro: enquanto a política monetária da Fed está perto de se tornar neutral ou mesmo restritiva, a do BCE permanece num terreno extensamente acomodático. No entanto, de certa forma, ambos enfrentam um risco comum: a dissociação entre a sua política monetária e as condições financeiras. Ambas as instituições tentarão gerir bem as suas ferramentas, nos EUA facilitando um ajustamento gradual das condições financeiras e, na Zona Euro, mantendo-as em terreno acomodático.

BCE: programa de compra de ativos *

Milhares de milhões de euros



Nota: * O programa inclui compras de ativos da dívida pública e diversas formas de dívida privada (de empresas, ABS e covered bonds).

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

2. O presidente do Bundesbank, Jens Weidmann, que criticou as políticas lideradas por Draghi de forma pública e reiterada, apareceu como favorito para a sua sucessão, sob a premissa de que o BCE nunca teve um presidente alemão. No entanto, precisamente por causa da sua forte oposição às decisões do BCE, parece ter perdido apoios a favor de candidatos mais continuístas, como o presidente do Banco de França, François Villeroy de Galhau.

Politics is the name of the game: dinâmicas e riscos políticos em 2019 e mais além

Basta estar atento aos meios de comunicação social para percebermos as mudanças vertiginosas que estão a ocorrer a nível político. Neste contexto de constante transformação e de culto ao imediatismo que caracteriza a nossa sociedade, às vezes é preciso distanciar-nos da intensidade noticiosa e parar para refletir: Quais são as características do atual ciclo político no mundo inteiro? Quais são as suas manifestações? Este tipo de reflexões, mais pausadas e refletidas, são um exercício necessário para tentar perceber e contextualizar as dinâmicas políticas que estamos a presenciar.

A importância da política nas análises económicas ganhou uma relevância especial em 2016 graças ao resultado inesperado do referendo para o *Brexit* e à vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais dos EUA. Após um ano de 2017 relativamente calmo, abriram-se vários focos de tensão internacionais em 2018, o que dificulta a entrada em 2019. As vagas protecionistas dos EUA, as negociações das autoridades europeias com o Reino Unido por causa do *Brexit* e com a Itália devido ao seu orçamento e as eleições europeias em maio de 2019 são alguns dos desafios mais relevantes para o próximo ano.

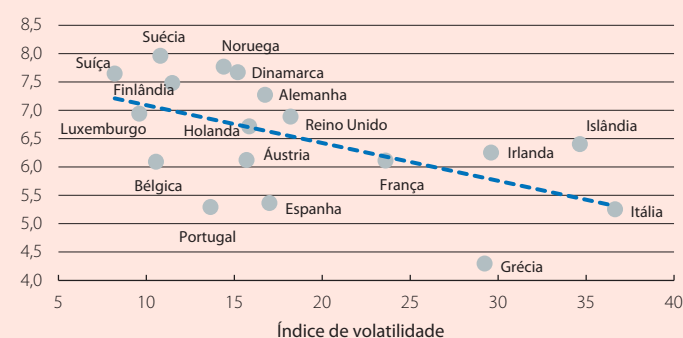
Mas quais são os fatores que estão por trás destes desafios? Neste artigo, percorremos desde uma visão geral (o novo estado da política) para uma particular (algumas das manifestações concretas desta nova configuração) e vamos preenchendo os elos intermediários para analisar como o estado da política contribui para explicar as formas de governar que estamos a testemunhar. Especificamente, para caracterizar o atual ciclo político nos países ocidentais, analisamos a evolução de três variáveis fundamentais: a volatilidade eleitoral, a polarização política e a qualidade democrática.

Volatilidade eleitoral, polarização e democracia: evidência e consequências para a governação

Quando analisamos a volatilidade eleitoral, vemos um aumento muito significativo das mudanças de voto dos cidadãos entre um processo eleitoral e o seguinte. Este é o resultado tanto da transferência de votos entre partidos existentes como também do aumento do apoio a novas formações políticas. Em particular, entre 2010 e 2015, a volatilidade eleitoral nos países ocidentais aumentou 68%.¹

Correlação da volatilidade do voto e o desempenho das políticas públicas *

Desempenho das políticas públicas (índice)



Nota: * É utilizado o valor médio do indicador de desempenho das políticas públicas entre 2013 e 2016 e o valor médio do índice de volatilidade entre 2011 e 2015. O indicador de desempenho varia de 1 a 10, sendo 10 a avaliação mais positiva. O índice de volatilidade é uma medida de fluxos brutos de voto entre partidos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Quality of Governance Database e do Dataset of Electoral Volatility and its internal components in Western Europe.

Este contexto político, caracterizado por uma maior volatilidade, pode ter importantes repercussões na forma de atuação dos governantes, dado que um contexto de maior concorrência eleitoral os pode levar a promover propostas políticas de curto prazo para tentar permanecer no poder, mesmo que isso tenha consequências adversas a médio prazo para o conjunto da economia. Embora seja verdade que também os poderia levar a convergir para políticas e reformas importantes a médio prazo, se acharem que é evidente que não vão ser reeleitos. Qual dos dois efeitos predomina? Tudo parece indicar que o primeiro (ver o primeiro gráfico), o que não surpreende se considerarmos que é natural que os responsáveis políticos decidam utilizar uma extensa gama de recursos para prolongar o seu mandato. De facto, a correlação entre o índice de desempenho de políticas públicas do instituto Bertelsmann – que mede o grau de reformas que os países precisam a médio prazo – e a volatilidade eleitoral é claramente negativa.

O segundo fator que analisamos é a evolução da polarização política, entendida como o grau de distanciamento dos partidos políticos de posições mais ao centro. Os resultados não deixam margem para dúvidas: a polarização política aumentou significativamente nos países avançados desde a crise financeira. Isto está intimamente ligado ao aumento da volatilidade e à ascensão de formações populistas recém-criadas com posições à direita e à esquerda dentro do espectro político.

As consequências mais interessantes resultantes do aumento da polarização dão-se especialmente na área do conhecido *trade-off* entre a aplicação de políticas a curto prazo e reformas de longo alcance. Assim, o relatório do instituto Bertelsmann² documenta que o aumento da polarização dificulta o estabelecimento de consensos políticos amplos, dificultando a possibilidade de

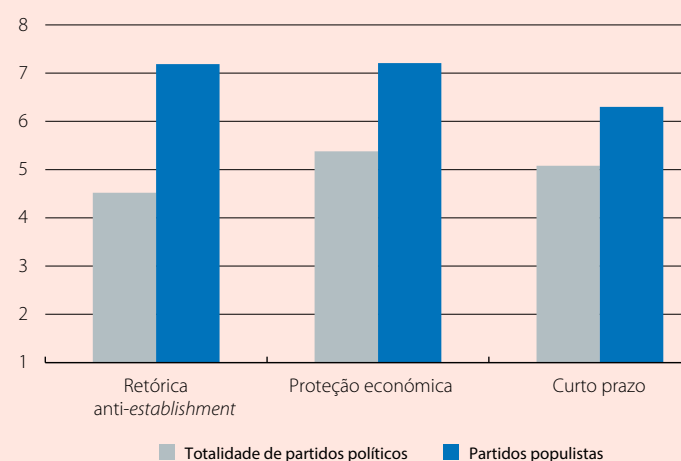
1. O índice de volatilidade é uma medida de fluxos brutos de voto entre partidos. São consideradas três tipologias: a volatilidade explicada por fluxos para partidos já existentes, a explicada por fluxos para novos partidos e a explicada por fluxos para partidos minoritários (<1% dos votos).

2. Ver SGI 2018 (2018), «Policy Performance and Governance Capacities in the OECD and EU», Bertelsmann Stiftung.

promover reformas concentradas a médio prazo. No entanto, este tipo de conclusão não é totalmente novo: já em 2012, um estudo³ documentava que uma maior polarização política estava relacionada com uma qualidade governamental mais baixa, um efeito que parecia ser especialmente importante em jovens democracias.

Além disso, a ascensão do populismo está a reduzir o espaço para promover reformas com um horizonte temporário amplo e, ao invés, está por detrás do aumento de políticas de curto prazo, como por exemplo, políticas de natureza protecionista. Neste sentido, um estudo recente elabora um índice que mede o grau de políticas de proteção económica dos partidos políticos europeus (incluindo barreiras comerciais e a imigração) e outro que mede até que ponto as políticas importantes a longo prazo são deixadas de lado. Os resultados mostram que os partidos populistas exibem, em média, um índice de proteção económica 34% superior à média do conjunto de todos os partidos europeus, enquanto o índice de «abandono» de políticas importantes a longo prazo é 24% maior do que a amostra total (ver o segundo gráfico).

Caraterização do populismo na Europa Índice *



Nota: * Ou o indicador de índice vai de 1 a 10, sendo 1 o mínimo e 10 o máximo.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Guiso, L. et al. (2017). «Populism: Demand and Supply», Center for Economic Policy Research Discussion Paper, 11871.

Um último elemento que parece definir a dinâmica política mais recente é a deterioração da qualidade democrática.⁴ Assim, por exemplo, entre 2006 e 2016, o número de democracias eleitorais no mundo não aumentou e as formas de governo não democráticas ganharam apoio. De acordo com o Pew Research, cerca de 49% dos cidadãos a nível mundial veria com bons olhos um governo formado por um comité de especialistas que não tenha sido validado pelas urnas.

Da teoria à prática: os riscos (geo)políticos de 2019

Os riscos visíveis de índole (geo)política de 2019 não são mais do que manifestações próprias deste novo contexto político que configura uma forma de governo de curto prazo. Vamos começar com a recuperação das tensões protecionistas, uma das manifestações que já nos acompanhou no decorrer de 2018 por intermédio do *America First* e que, por enquanto, parece que vai continuar em 2019. Estas são medidas que a curto prazo podem aumentar o apoio eleitoral de cidadãos que recebem proteção face à concorrência externa. No entanto, a médio prazo, as políticas isolacionistas tendem a ter consequências adversas para o crescimento económico. Nesta linha, o crescimento mundial poderia reduzir entre 0,1 e 0,6 p. p. nos próximos anos e até 1 p. p. no caso dos EUA dependendo da dimensão das medidas protecionistas que finalmente forem levadas a cabo.⁵ Para 2019, é especialmente preocupante se as tensões comerciais entre a China e os EUA piorarem até ao ponto de acabarem por impor limitações aos investimentos entre os dois países, bem como se os EUA impuserem finalmente taxas aduaneiras ao setor automóvel.

Na Europa, o *Brexit* e as disputas entre a Comissão Europeia e o governo italiano em matéria orçamental são outras manifestações de natureza geopolítica decorrentes das novas tendências políticas: prevalecem os benefícios políticos mais imediatos, mas o aumento da satisfação a curto prazo que para muitos eleitores representa o distanciamento das dinâmicas comunitárias provenientes de Bruxelas e, de certa forma, abraçar o slogan *My Country First* é prejudicado pelos efeitos perturbadores a médio prazo que um embate frontal com a UE implica.

Outra manifestação relevante do atual ciclo político é o questionamento que a partir da política é feito às principais instituições económicas e técnicas das nossas economias. Em particular, já existem artigos académicos que anteveem um aumento das interferências políticas populistas nas políticas monetárias. Esta situação é especialmente contraproducente num contexto em que os objetivos da política monetária dos bancos centrais estão a ser reequacionados.⁶

Finalmente, convém destacar que, apesar das novas dinâmicas políticas serem preocupantes, não nos devemos deixar levar pelo pessimismo. Temos duas boas razões para isso. A primeira é que estas dinâmicas devem representar um aviso para que os partidos políticos mais antigos dêem uma maior relevância a assuntos políticos essenciais. A segunda é que este novo cenário poderia enquadrar-se num processo de amadurecimento e de redesenho das nossas instituições político-económicas, isto é que seja uma turbulência que precede um novo *status quo* mais sólido e inclusivo.

3. Ver Xezonakis, G. (2012), «Party System Polarisation and Quality of Government», Working Paper Series, Universidade de Gotemburgo. O estudo utiliza uma amostra de 39 países entre 1984 e 2009.

4. Tal como indica o relatório Bertelsmann especificado na nota de rodapé 2.

5. O caso mais extremo representaria um aumento mútuo de 10 p. p. nas taxas aduaneiras entre os EUA e todos os seus parceiros comerciais. Estimativas do BPI Research baseadas a partir das quantificações efetuadas pelo FMI, pelo Banco da Inglaterra e pela OCDE.

6. Ver Goodhart, C. e Lastra, R. «Populism and central bank independence». Open Economies Review 29, no. 1 (2018): 49-68.

A economia espanhola em 2019: um ano de transição para níveis mais sustentáveis

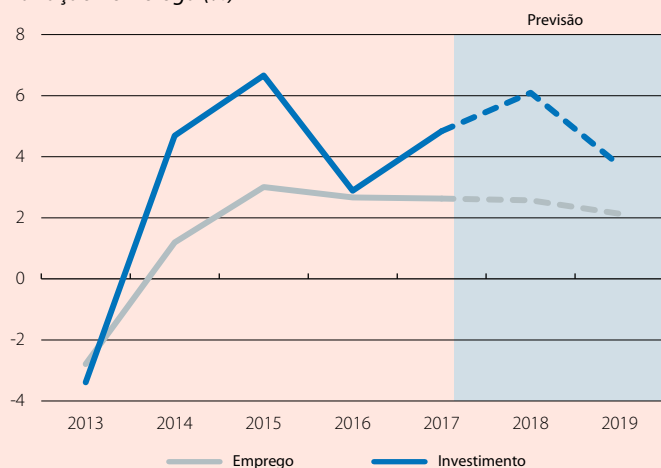
Estamos perto do final de 2018 e, como é habitual neste momento, queremos abstrair-nos das perguntas específicas que agitam o nosso dia-a-dia, lançar uma perspetiva mais pausada e pensar sobre o que podemos esperar do próximo ano. Como é possível observar, prevemos que 2019 seja lembrado como um ano de transição: o ano em que a economia deixou de pisar o acelerador, mudou de inércia e entrou numa confortável velocidade de cruzeiro.

Antes de entrar em perspetiva, façamos um pequeno *detour*. Não é possível entender para onde vamos sem uma breve revisão do passado recente. A economia espanhola vem de três anos de crescimento muito elevado. Este ritmo de crescimento elevado tem sido possível graças a diversos fatores. Primeiro, o impulso cíclico: ao sair da recessão, muitas áreas da economia espanhola ofereceram uma extensa margem de crescimento e, quando as perspetivas económicas melhoraram, a simples recuperação da atividade a partir de níveis tão baixos que haviam sido atingidos durante a crise repercutiu-se num forte impulso para o crescimento.¹ O impulso cíclico também beneficiou de algumas das reformas que a economia espanhola levou a cabo em termos de mercado de trabalho ou no setor financeiro, por exemplo. Em segundo lugar (a economia espanhola) beneficiou de uma série de fatores temporários que deram o maior impulso à recuperação. Estes fatores incluem a queda acentuada dos preços do petróleo, que teve lugar no final de 2014, a compressão das taxas de juro resultante da política monetária expansionista do BCE e a recuperação da economia global, o que ajudou à revitalização das exportações espanholas e fortaleceu o setor do turismo.²

No entanto, já em 2017, estes fatores de apoio, ou ventos favoráveis, começaram a perder força, e nalguns casos chegaram mesmo a mudar de direção, como é o caso do petróleo, cujo preço recuperou gradualmente desde meados de 2017.³ Da mesma forma, o contexto internacional sofreu uma ligeira deterioração nos últimos trimestres: a normalização da política monetária dos EUA começou a repercutir-se nos mercados e o aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China pesou sobre o clima de confiança global nos últimos meses. Todas estas dinâmicas refletiram-se nos últimos dados disponíveis até ao momento sobre a economia espanhola, que mostram que o ritmo de crescimento da economia tem vindo a abrandar em relação aos registos dos últimos anos, embora ainda permaneça em patamares elevados. Sendo assim, com este panorama de fundo, o que podemos esperar para 2019?

Espanha: emprego e investimento

Variação homóloga (%)



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

Para começar, prevemos que a procura interna continue a ser o principal motor de crescimento da economia. Esta previsão baseia-se principalmente em dois eixos. Em primeiro lugar, na boa evolução do mercado de trabalho, que continua a mostrar elevadas taxas de crescimento em termos de emprego. Embora seja de esperar que o ritmo de criação de empregos comece a estabilizar à medida que a atividade o faça, as perspetivas favoráveis para a procura e a elevada margem existente no mercado de trabalho sugerem que a economia vai continuar a criar empregos a um nível ligeiramente acima dos 2%. Além disso, à evolução positiva do emprego, junta-se uma recuperação incipiente de salários que os dados mais recentes já começam a fazer notar e da qual prevemos que vá continuar em 2019.⁴ Tudo isto vai continuar a apoiar o consumo privado. Em segundo lugar, espera-se que o investimento mantenha uma dinâmica favorável, porém um pouco mais moderada, graças ao contexto de condições financeiras acomodáticas e às perspetivas favoráveis para a procura (ver o primeiro gráfico).

Por outro lado, a procura externa vai manter uma tendência estável. Após um crescimento abaixo do esperado nos últimos trimestres devido ao aumento da incerteza causada pelas tensões comerciais entre os EUA e a China, e devido à desaceleração do setor do turismo, esperamos uma recuperação parcial das exportações. No entanto, apesar desta recuperação, o bom desempenho da procura interna vai significar um aumento nas importações que irá fazer com que a contribuição do setor externo para o crescimento seja praticamente nula nos próximos trimestres.

1. O principal exemplo é o do mercado de trabalho: em 2013, a taxa de desemprego situou-se em 26,1%, um registo bem acima da média entre 2000 e 2007 de 10,5%.

2. Para uma análise mais detalhada da contribuição destes fatores de apoio, consulte «Desaceleração da economia espanhola: quanto devemos preocupar-nos?» na IM10/2018.

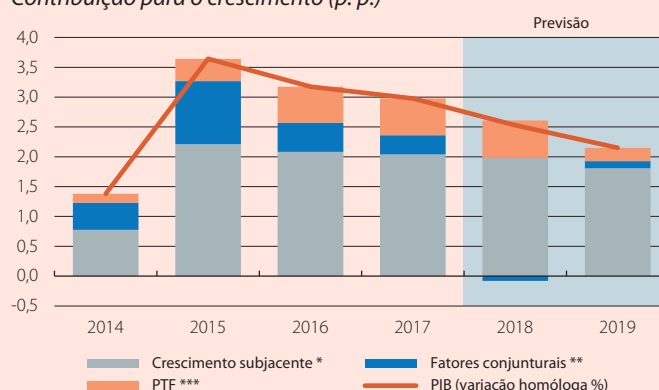
3. O preço do petróleo passou de 47,6 dólares em junho de 2017 para 79,1 dólares em setembro de 2018.

4. Por exemplo, os aumentos salariais estabelecidos em acordos coletivos até outubro de 2018 foram de 1,7%, enquanto os assinados no ano anterior foram de 1,4%.

De que forma se combinam todos estes elementos? Pois bem, a boa dinâmica mostrada pelo emprego e pelo investimento sustentará o crescimento da economia. No segundo gráfico, mostramos a previsão de crescimento do PIB para 2019 (de 2,1%) e a sua decomposição de acordo com a contribuição da componente subjacente – o crescimento assente no acumular de fatores de produção: capital e trabalho – fatores de curto prazo (preços do petróleo, taxas de juro e turismo) e a produtividade total dos fatores.⁵ Como é possível verificar, o elevado crescimento registado entre 2015 e 2017 foi resultado de um forte aumento do crescimento subjacente, em resultado de um crescimento robusto do emprego e da recuperação do investimento, mas também do estímulo proporcionado por condições favoráveis. Em contraste, para 2018 e 2019, podemos ver como estas condições favoráveis se esgotaram e o crescimento estabilizará em torno do crescimento da componente subjacente, que irá manter uma tendência positiva graças aos sólidos fundamentos da economia (capital e emprego) e da contribuição da PTF, que esperamos que seja modesta, mas de acordo com a experiência histórica recente.⁶ Assim, apesar do desvanecimento dos fatores conjunturais, podemos observar que a economia vai continuar a avançar a um ritmo elevado e mais sustentável.

Espanha: previsões de crescimento

Contribuição para o crescimento (p. p.)



Notas: * O crescimento subjacente é definido como o crescimento do PIB explicado pelo acumular de fatores de produção: emprego e capital. ** Os fatores conjunturais incluem as contribuições para o crescimento, procedentes das variações do preço do petróleo, das taxas de juro e do saldo dos serviços turísticos. *** A produtividade total dos fatores (PTF) constitui o resíduo remanescente.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol e do Banco de Espanha.

Por definição, o futuro é incerto. Desta forma, a análise das perspetivas da economia seria incompleta se não considerarmos que o próximo ano pode incluir algum evento imprevisto que possa deturpar o curso esperado dos acontecimentos. Para refletir esta incerteza, mostramos na tabela seguinte a sensibilidade de uma série de variáveis macroeconómicas para dois cenários. O primeiro cenário seria representativo de um *choque* negativo em alguma das principais economias do mundo, mas com um impacto contido a nível global. Por exemplo, poderia ser devido a uma súbita desaceleração na economia dos EUA após o termo do incentivo fiscal da Administração Trump e/ou ao impacto das tensões comerciais com a China.⁷ O segundo cenário é um pouco mais severo e é inspirado numa versão atenuada do episódio da crise da dívida soberana que ocorreu entre 2010 e 2012. Este cenário poderia ocorrer se a tensão entre o governo italiano e a Comissão Europeia aumentasse e a sustentabilidade da dívida pública italiana for questionada. Como é possível observar na tabela, dependendo do cenário considerado, a economia espanhola enfrentaria uma desaceleração mais ou menos acentuada da que seria de esperar. No entanto, em ambos os casos, a economia manter-se-ia afastada da possibilidade de uma recessão, a taxa de desemprego continuaria a cair, embora a um ritmo menor do que o previsto, e o prémio de risco aumentaria moderadamente.

Desvio em relação ao cenário central

(p. p.)

	2019			2020		
	Cenário central *	Cenário 1: Choque internacional com repercussões limitadas	Cenário 2: Choque com origem na Zona Euro	Cenário central	Cenário 1: Choque internacional com repercussões limitadas	Cenário 2: Choque com origem na Zona Euro
PIB	2,1%	-0,3	-0,8	2,0%	-0,2	-0,4
Taxa de desemprego	13,6%	0,3	0,8	12%	0,5	1,0
Preço da habitação (variação homologa)	4,2%	-0,5	-2,2	4,5%	-0,4	-2,5
Prémio de risco (p. b.)	113	11	63	89	6	43

Nota: * Previsão segundo o BPI Research.

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

Em jeito de conclusão, 2019 apresenta boas perspetivas. Os fundamentos que incentivam o crescimento estão bem ancorados e a desaceleração observada nos anos anteriores não deixa de refletir o curso natural do ciclo económico. No entanto, isto não nos deve levar a ser condescendentes. Os desafios da economia – entre os quais destacamos o comportamento modesto da produtividade espanhola, a elevada dívida pública e a dualidade no mercado de trabalho – são substanciais e devemos aproveitar o bom momento cíclico atual para os corrigir.

5. A produtividade total dos fatores é obtida como a diferença entre o crescimento e o crescimento do PIB explicado pelo acumular de fatores de produção e fatores conjunturais. De acordo com esta definição, o crescimento que a PTF proporciona também pode ser considerado parte do crescimento subjacente.

6. De acordo com as estimativas do Banco de Espanha (ver Mora-Benito, E. e Chenxu Fu, 2018, «The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisis»), a contribuição da PTF para o crescimento entre 2001 e 2007 foi de -0,4 p. p., entre 2008 e 2013 foi de -0,7 p. p. e entre 2014 e 2015 foi de 0,8 p. p.

7. O episódio histórico em que nos baseámos para a criação do cenário é a crise da bolha *dotcom* que ocorreu entre 2000 e 2002, e que provocou uma desaceleração acentuada da economia norte-americana, embora tenha tido um impacto global moderado.

Perspetivas para Portugal: crescimento saudável que está para durar

No final de 2018, o PIB de Portugal já regressou aos níveis de 2008,¹ recuperando o terreno perdido após a crise financeira internacional de há 10 anos e a crise da dívida soberana na Zona Euro. Não nos podemos esquecer de onde vimos: de um cenário de aversão ao risco, que dificultou a obtenção de financiamento no mercado, tendo sido necessário recorrer a um programa de assistência financeira externa que durou entre 2011 e 2014,² e que obrigou à correção de desequilíbrios existentes, um ajustamento que provocou uma queda acumulada de 6,0% no PIB.³ Em 2014, a economia iniciou um período de recuperação, com ritmos de expansão cada vez mais fortes que culminaram num crescimento de 2,8% em 2017. O aumento da competitividade tem sido um dos grandes alicerces da recuperação, que resultou num maior peso das exportações no PIB, de 34% em 2011 para 47% em 2017. Em 2018, o crescimento permaneceu robusto, embora tenha sofrido uma leve desaceleração, o que reflete o desaparecimento de fatores de apoio externos que vamos analisar mais à frente e a entrada da economia numa fase mais madura do ciclo. Como é que a economia se portou recentemente e, sobretudo, o que é que se pode esperar em 2019-2020?

Portugal: quadro macroeconómico

Variação homóloga (%)

	2017	2018	2019	2020
Consumo privado	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo público	0,2	0,8	0,6	0,2
Formação bruta de capital fixo	9,2	4,2	4,7	4,5
Invest. em bens de equip. e transp.	13,7	6,6	6,5	5,5
Invest. em construção	8,3	4,6	6,2	5,5
Procura interna (contrib.)	3,1	2,4	2,3	2,1
Exportações	7,8	6,8	5,2	4,3
Importações	8,1	7,1	6,0	4,5
Procura externa (contrib.)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
PIB	2,8	2,1	1,9	1,9

Fonte: BPI Research.

Os dados mais recentes indicam que a desaceleração assenta em dois fatores: na contribuição negativa da procura externa e na desaceleração do investimento. Contudo, de formal geral as perspetivas económicas continuam a ser animadoras.

O impacto negativo da procura externa é resultado da aceleração do crescimento das importações, especialmente de bens de investimento, mas também de bens de consumo, em particular bens duráveis e automóveis. Alguns destes fatores são claramente temporários, como por exemplo, a aceleração da importação de veículos no 3T 2018: a expectativa (que finalmente não se materializou) de ajustamentos fiscais que aumentariam o custo de aquisição de carros a partir do mês de setembro fez com que as famílias antecipassem as suas compras antes dessa data. Um efeito que se vai dissipar nos próximos trimestres. No entanto, a aceleração das importações também possui um componente mais estável: o investimento e o consumo das famílias⁴ vão manter-se fortes, o que vai continuar a impulsionar as importações. Este facto, terá repercussão aliado a um menor crescimento das exportações, afetadas pela desaceleração da procura global e pela estabilização da atividade turística, repercutirão na continuação de contribuições negativas por parte da procura externa.

Setor turístico: quadro de sensibilidades do PIB

Variação homóloga (%)

	2017 *	Cenário 1	Cenário 2
VAB turismo	10,0	5,0	0,0
Impacto no PIB ** (p. p.) em 2018-2019		-0,2	-0,6

Notas: * Estimativa para 2017 baseada nos últimos dados disponíveis (2015).

** O impacto no PIB é calculado a partir do peso do VAB do turismo no VAB total. O cenário 1 tem uma probabilidade de 80% e projeta uma desaceleração moderada da atividade turística.

O cenário 2 tem uma probabilidade de 20% e assume a estagnação do setor.

Fonte: BPI Research.

Nesta linha, o setor do turismo, que é o principal responsável pela correção do desequilíbrio externo nos últimos anos, começa a ter um menor espaço de crescimento. Uma desaceleração moderada da contribuição para o crescimento da atividade turística – o cenário mais razoável – teria um impacto estimado de -0,2 p. p. no crescimento do PIB (em comparação com a contribuição efetuada por este setor em 2015). Uma estagnação do setor provocaria uma detração de 0,6 p. p. ao crescimento.

No entanto, mesmo que as exportações percam alguma força, é de destacar que⁵ vão continuar a ser o principal motor de crescimento da economia, beneficiando da melhoria da competitividade da economia e do maior peso do setor de bens e serviços comercializáveis.

1. Em 2008, o PIB real era 181,8 mil milhões de euros e, em 2018, será de 183,8 mil milhões de euros.

2. O objetivo do programa visava corrigir estruturalmente os desequilíbrios nas finanças públicas e nas contas externas, a desalavancagem da economia e a implementação de reformas para eliminar os principais obstáculos estruturais ao crescimento.

3. Equivalente a uma contração média anual de 1,5%.

4. A contribuição importada de cada unidade de investimento e de consumo é de 32% e 22%, respetivamente (Banco de Portugal, Boletim Económico, dezembro de 2017).

5. O conteúdo importado das exportações é elevado (45%), pelo que a sua expansão repercute num maior volume de importações.

Por outro lado, o investimento é o único componente que vai continuar situado abaixo dos níveis anteriores à crise no final do ano, mas vai manter o seu dinamismo. Vários fatores sugerem que este componente continuará a crescer perto de 5%, um ritmo menor do que em 2017, mas ainda assim significativo. Em particular, a continuidade de condições de financiamento acomodáticas poderia impulsionar decisões de investimento dentro de um contexto onde a capacidade de produção já está próxima dos níveis máximos.

Em suma, a procura interna continuará a contribuir substancialmente para o crescimento, graças principalmente ao dinamismo do consumo privado que vai continuar a ser impulsionado pela robustez do mercado de trabalho. Assim, o emprego cresceu 2,1% no 3T 2018 e as perspetivas para os próximos trimestres permanecem positivas. No entanto, o consumo poderá ser ligeiramente menos forte do que em 2017 e 2018, na medida em que a reduzida taxa de poupança – que se encontra em 4,4% do rendimento bruto disponível (mínimo histórico) – limitará a capacidade das famílias para aumentarem os seus níveis de despesa de forma sustentada nos próximos anos.

Fatores que condicionam os padrões de crescimento

A recuperação da economia entre 2014 e 2016 após a implementação do programa de assistência financeira teria sido mais lenta sem a presença de uma série de ventos favoráveis que beneficiaram o crescimento. Estes ventos foram o comportamento do preço do petróleo – entre junho de 2014 e janeiro de 2015 caiu dos 112 dólares por barril para 50 dólares –, a queda nas taxas de juro como resultado das políticas monetárias acomodáticas do BCE e a desvalorização de 22% do euro face ao dólar entre março de 2014 e abril de 2015. Estes fatores estiveram particularmente presentes entre 2014 e 2016, mas, na conjuntura atual, muitos destes ventos favoráveis esgotaram-se ou até mesmo viraram-se contra. Os exemplos mais claros são o preço do petróleo e a taxa de câmbio: o preço do petróleo passou de 48 dólares em junho de 2017 para perto de 80 dólares em outubro de 2018, enquanto o euro valorizou 9% face ao dólar desde o início de 2017.

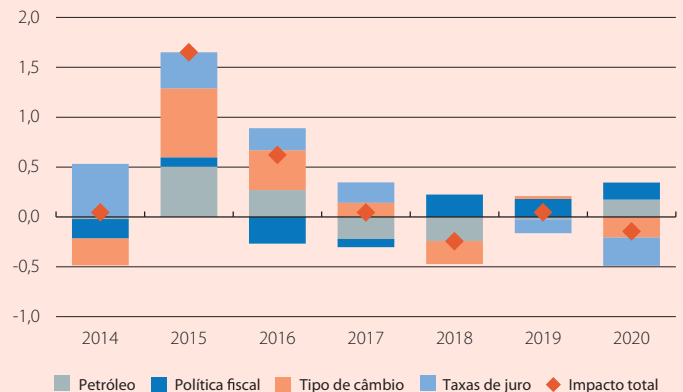
Face a esta viragem, estimamos o impacto dos três fatores mencionados anteriormente (petróleo, taxas de juro e câmbio) e também da política fiscal sobre a previsão de crescimento do PIB para o período 2018-2020.

Como é possível observar no gráfico, os preços do petróleo e a taxa de câmbio estão a ter um impacto negativo substancial sobre o crescimento em 2018 e explicariam grande parte da atual desaceleração da economia. No entanto, o seu efeito negativo não se vai prolongar em 2019, dado que a recente desvalorização do euro e a expectativa de estabilização do preço do petróleo significam que a maior parte do efeito está concentrado em 2018.

Por sua vez, o impacto positivo das baixas taxas de juro desvaneceu-se ao longo de 2018 e irá tornar-se negativo em 2019, altura em que terá início o ciclo de normalização da política monetária do BCE. Estes efeitos negativos estão a ser claramente compensados pela política fiscal que, entre 2018 e 2020, poderá ter um caráter relativamente expansionista que apoiará o crescimento.

Em suma, o impacto negativo líquido dos quatro fatores analisados no nosso exercício quantitativo simples não vai exceder -0,25 p. p. do PIB em 2018, será praticamente nulo em 2019 (embora possa chegar a alcançar -0,2 p.p. se o turismo desacelerar) e pode chegar aos -0,15 p. p. em 2020, devido à expectativa de um fortalecimento gradual do euro e à normalização da política monetária. Em comparação, estes fatores contribuíram positivamente em 1,6 e 0,6 p. p. para o crescimento em 2015 e 2016, respetivamente. Portanto, estas estimativas reforçam a perspetiva de que nos próximos anos o crescimento poderá ser menos robusto. No entanto, o menor apoio de fatores temporários não provocará uma erosão excessivamente onerosa para o crescimento, dado que a economia portuguesa vai aproveitar alguns avanços em termos estruturais (por exemplo, a redução da dívida pública e o maior peso do setor das exportações). Assim, a desaceleração que estamos a observar deve ser entendida como a entrada da economia numa fase mais avançada do ciclo que se vai materializar em ritmos de expansão próximos de uns saudáveis 2,0%.

Portugal: impacto sobre o crescimento dos ventos favoráveis e contrários
(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Eurostat, do Banco de Pagamentos Internacionais e do Banco de Portugal.

DADOS RELEVANTES

BPI 30 de setembro de 2018		GRUPO CAIXABANK 30 de setembro de 2018	
	MILHÕES €		MILHÕES €
Recursos de clientes	33.153	Recursos de clientes	363.621
Crédito à clientela, bruto	23.422	Crédito à clientela, bruto	223.465
Resultado atribuído, acumulado no ano	529	Resultado atribuído ao Grupo, acumulado no ano	1.768
Resultado atribuído da atividade em Portugal, acumulado no ano	324	Capitalização bolsista	23.544
Clientes (milhões)	1,9	Clientes (milhões)	15,7
Empregados	4.898	Empregados	37.511
Agências	496	Agências	5.176
Caixas multibanco (ATM)	1.356	Agências « <i>retail</i> » em Espanha	4.482
		Caixas multibanco (ATM) em Espanha	9.422
		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

Design e produção: www.cegeglobal.com

