

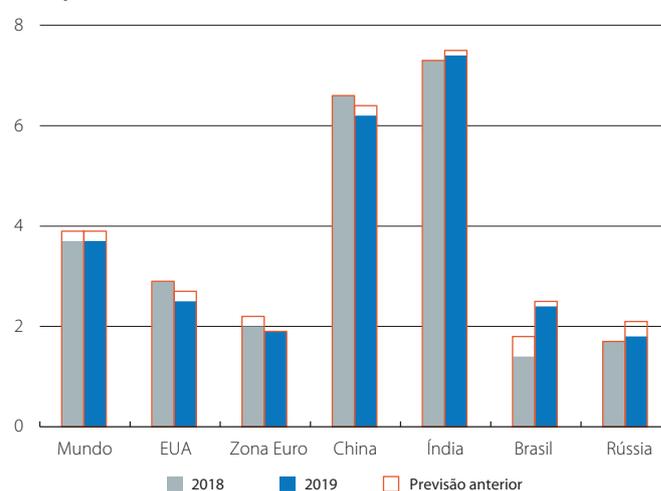
Crescimento global significativo, mas com persistentes riscos descendentes

Leve revisão em baixa das previsões de crescimento mundial. Esta revisão baseia-se na ligeira descida dos indicadores de atividade global, como o índice global de sentimento empresarial (PMI), que permanece numa zona claramente de expansão (acima dos 50 pontos), apesar de ter diminuído novamente pelo terceiro mês consecutivo, até se situar nos 52,8 pontos em setembro. Uma descida que ocorreu tanto para o agregado das economias emergentes como para o das avançadas. O cenário do BPI Research ajustou-se a esta moderação, com uma ligeira revisão em baixa (1 décima) nos valores de crescimento global para este ano e para o próximo, embora continue a projetar uma evolução em níveis sólidos (3,7% em 2018 e 3,6% em 2019). Da mesma forma, o FMI, na recente atualização do seu Relatório de Perspetivas Globais (*World Economic Outlook*), também reduziu as suas previsões de crescimento global (para 3,7% em 2018 e 2019) e manteve um balanço de riscos com tendência descendente. A revisão do Fundo pressupõe, em grande medida, um menor crescimento previsto entre as economias emergentes e é o resultado de duas tendências opostas: enquanto a recuperação do preço do petróleo justifica a melhoria das perspetivas dos exportadores de energia, outras economias emergentes verão o seu crescimento futuro ser penalizado devido à escalada das tensões comerciais a nível mundial (o FMI menciona explicitamente a China e a Índia). Caso à parte são os países emergentes que, além de sofrerem a combinação de tendências globais desfavoráveis (aperto das condições financeiras mundiais, tensões geopolíticas e efeitos da guerra comercial), apresentam fraquezas idiossincráticas (por exemplo, a Argentina, a Turquia e o Irão).

Os riscos negativos permanecem presentes. A nível comercial, nas últimas semanas, e apesar do desenvolvimento positivo que representou o acordo entre os EUA, o México e o Canadá para reformar o tratado comercial entre os três países (denominado anteriormente de NAFTA e agora USMCA), as tensões comerciais entre os EUA e a China continuam bem presentes. Apesar de não acharmos que a intensificação das sanções aduaneiras entre os dois países irá levar a uma guerra comercial a nível mundial, os riscos aumentaram consideravelmente nos últimos meses. Neste sentido, as eleições legislativas intercalares dos EUA (a 6 de novembro) podem desempenhar um papel importante na evolução destas tensões. Se os Republicanos saírem reforçados, Donald Trump poderia ver esta situação como um apoio à sua política comercial e continuar a impor sanções. Se, por outro lado, os Democratas recuperarem a Câmara dos Representantes de forma contundente, o presidente norte-americano poderia optar por reajustar a sua política comercial. Com efeito, 56% dos norte-americanos acreditam que os acordos de livre comércio foram positivos para o país no seu conjunto. Embora esta percentagem seja consideravelmente menor entre os eleitores Republicanos (43%), esta tendência tem vindo a aumentar significativamente nos últimos anos (de acordo com um inquérito do Pew Research Center).

FMI: previsões do PIB para 2018 e 2019

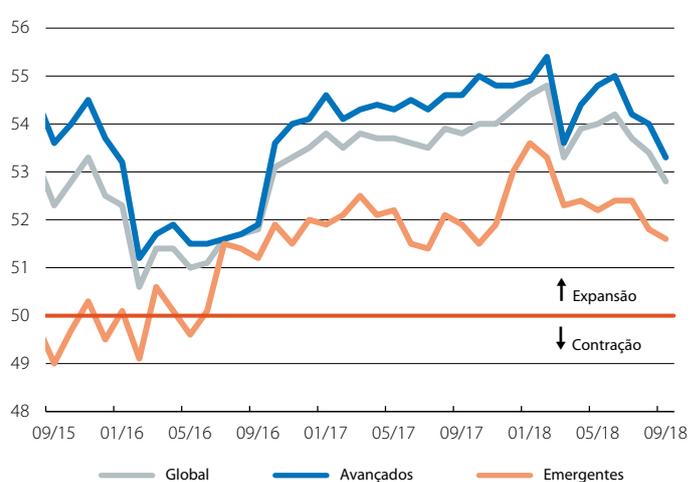
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, outubro de 2018).

Indicadores de atividade: PMI composto

Índice



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

Itália: objetivos de déficit

(% do PIB)

	2018	2019	2020	2021
Novos objetivos	-1,6	-2,4	-2,1	-1,8
Objetivos anteriores	-1,6	-0,8	0,0	0,2
Diferença	0,0	-1,6	-2,1	-2,0

Fonte: BPI Research, a partir das previsões do governo italiano.

Na Europa, os fatores geopolíticos dominam o mapa de riscos. Especificamente, na reunião do Conselho Europeu em meados de outubro, o Reino Unido e a UE não conseguiram chegar a um acordo de saída que permitisse tornar efetivo – a partir de 29 de março – o acordo de transição previamente fechado e segundo o qual o Reino Unido irá permanecer no mercado único e na união aduaneira até ao final de 2020. Embora esperemos que um acordo de saída seja alcançado, é provável que a sua formalização seja adiada mais do que seria de esperar, dado que o processo de ratificação do acordo no Reino Unido prevê-se complicado. Por sua vez, a Itália foi foco das atenções durante estas últimas semanas porque a sua proposta de orçamento do estado para 2019 contém um desvio significativo da meta acordada previamente com Bruxelas em maio (de um défice de 0,8% do PIB para 2,4%). Esta mudança dificulta a correção da elevada dívida pública italiana (acima de 130% do PIB) e está a criar tensões com Bruxelas. De facto, a Comissão Europeia já expressou formalmente a sua rejeição a esta proposta, uma vez que considera que infringe gravemente as regras fiscais da UE, e deu à Itália um prazo de três semanas (até meados de Novembro) para a rever.

ZONA EURO

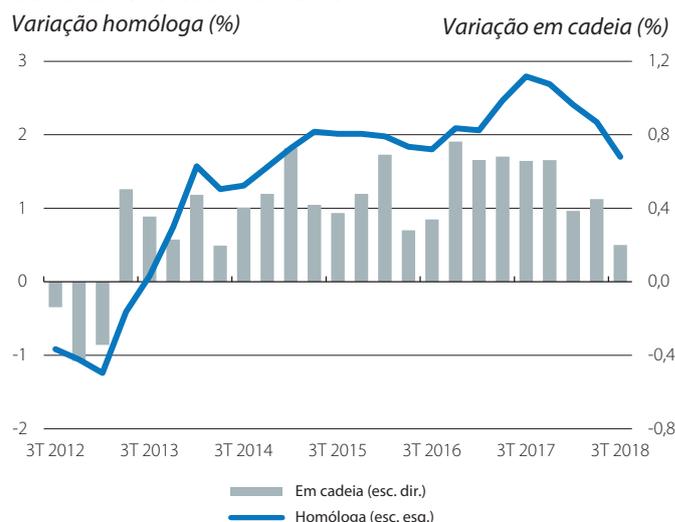
Na Zona Euro, o crescimento do PIB dececionou no 3T 2018 situando-se significativamente abaixo do esperado pelos analistas. De facto, o PIB avançou 0,2% em cadeia no terceiro trimestre (1,7% em termos homólogos), representando um abrandamento em relação ao primeiro semestre do ano (no qual avançou 0,4% em cadeia). Entre os países dos quais temos informação, foi possível verificar dados positivos e negativos. Especificamente, a França destacou-se positivamente, com um crescimento de 0,4% em cadeia e 1,5% em termos homólogos no 3T (0,2% em cadeia e 1,7% homólogo no 2T 2018). Em contrapartida, Itália dececionou com um avanço em cadeia nulo e um crescimento homólogo de 0,8% (0,2% em cadeia e 1,2% homólogo no 2T 2018). Em relação à Alemanha, apesar de ainda não sabermos os dados do PIB, tudo parece indicar que a sua economia tenha sido afetada temporariamente pela nova regulamentação sobre viaturas, que entrou em vigor a 1 de setembro e que introduz um conjunto de normas mais rígidas sobre as emissões de gases tóxicos.

Os primeiros indicadores de sentimento económico apontam para a manutenção de um crescimento mais moderado no último trimestre do ano. Em particular, o índice composto PMI para a Zona Euro – que mede a confiança dos empresários – caiu para 52,7 pontos em outubro e, apesar de ainda permanecer em zona de expansão, é o nível mais baixo dos últimos dois anos. Esta descida foi apoiada pela desaceleração (esperada) das exportações, que ocorreu num contexto de constantes tensões comerciais. Além disso, a regulamentação sobre viaturas também pode ter contribuído para este registo mais baixo. Por outro lado, o índice de confiança do consumidor subiu ligeiramente em outubro para -2,7 pontos, um registo semelhante à média de 2017 (-2,5 pontos).

ESTADOS UNIDOS

Os dados de crescimento do 3T corroboram o bom desempenho da economia norte-americana. O PIB apresentou um

Zona Euro: crescimento do PIB



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

Zona Euro: indicador de atividade PMI composto



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

EUA: crescimento do PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

crescimento robusto de 0,9% em cadeia (3,0% homólogo). Esta evolução surpreendeu positivamente, especialmente devido ao já bastante elevado crescimento do 2T (1,0% em cadeia). Por componentes da procura, a forte taxa de crescimento foi apoiada, em grande parte, pela evolução do consumo privado, pela forte contribuição positiva da componente de *stocks* e pelo consumo público (face à maior despesa pública aprovada em fevereiro no Congresso norte-americano). Estes elementos compensaram a queda das exportações e do investimento residencial. Por sua vez, destaca-se a fragilidade do investimento empresarial, especialmente em equipamentos, embora devesse ter beneficiado da nova fiscalidade (redução na tributação e maiores incentivos fiscais ao investimento). Neste sentido, o desvanecimento gradual do incentivo fiscal vai contribuir para a redução do crescimento do PIB em 2019.

Os dados positivos do mercado de trabalho e da taxa de inflação não devem conduzir à complacência. Apesar da leve descida na taxa de inflação geral de setembro, tanto a inflação geral como a subjacente mantiveram-se em níveis firmes (2,3% e 2,2%, respetivamente). Num ambiente de crescimento significativo e com um mercado de trabalho perto do pleno emprego (a taxa de desemprego situou-se em 3,7% em setembro, o nível mais baixo desde 1969), os riscos de sobreaquecimento não são de desprezar. Neste sentido, o cenário do BPI Research prevê que a Reserva Federal vá continuar a normalizar a sua política monetária para conter estes riscos com um novo aumento dos juros durante 2018 e mais dois em 2019. Isto colocaria a taxa de juro de referência no intervalo de 2,75%-3,00% no final de 2019.

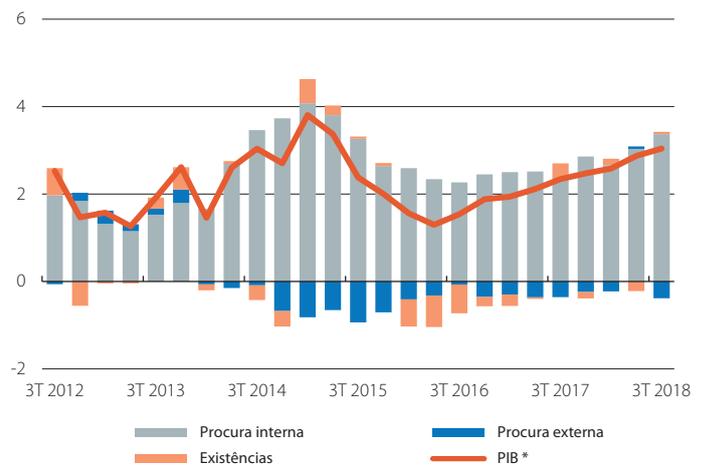
EMERGENTES

Confirma-se a desaceleração da economia chinesa. Especificamente, o PIB da China cresceu 6,5% homólogo no terceiro trimestre e, embora seja um ritmo de crescimento significativo, está 2 décimas abaixo do crescimento do trimestre anterior e confirma que o país está a desacelerar. De facto, o índice de atividade do BPI Research para a economia chinesa sugere que a desaceleração poderia ser mais evidente do que a sugerida pelos dados oficiais do PIB. Olhando para os próximos trimestres, esperamos que a economia asiática continue a desacelerar, se bem que de forma gradual. Portanto, é provável que o governo chinês mantenha algumas das medidas de incentivo já implementadas (por exemplo, reduções nas exigências de capital dos bancos).

Na América Latina, as duas principais economias avançam por caminhos diferentes. No Brasil, a incerteza vai continuar a afetar o crescimento económico. A vitória de Bolsonaro pode oferecer uma agenda reformista moderada com o propósito de corrigir o forte desequilíbrio das contas públicas brasileiras, embora seja difícil efetuar mudanças mais ambiciosas devido à fragmentação política no poder legislativo (ver o Focus «Finanças públicas: o tendão de Aquiles da economia brasileira» inserido nesta mesma *Informação Mensal*). Por sua vez, no México, o PIB do 3T avançou uns significativos 0,9% em cadeia (2,6% homólogo), ficando para trás alguns trimestres de alguma fraqueza face à incerteza política e comercial.

EUA: PIB por componentes

Contribuição para o crescimento homólogo (%)



Nota: * Variação homóloga (%).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

EUA: IPC

Variação homóloga (%)



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

China: PIB em relação ao indicador de atividade do BPI

Variação homóloga (%)



Nota: * Média móvel dos últimos quatro trimestres do índice de atividade. O crescimento no 3T foi calculado a partir dos dados mensais de julho e agosto.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Popular da China e do Instituto Nacional de Estatística da China.

Finanças públicas: o tendão de Aquiles da economia brasileira

O novo presidente do Brasil não terá muito tempo para comemorar a vitória. Os desafios que o seu país enfrenta são de grande alcance e é necessário passar das promessas eleitorais a uma tomada de medidas rápida. Especificamente, a primeira prioridade do novo executivo deve ser, sem dúvida, enfrentar a situação complicada das finanças públicas.

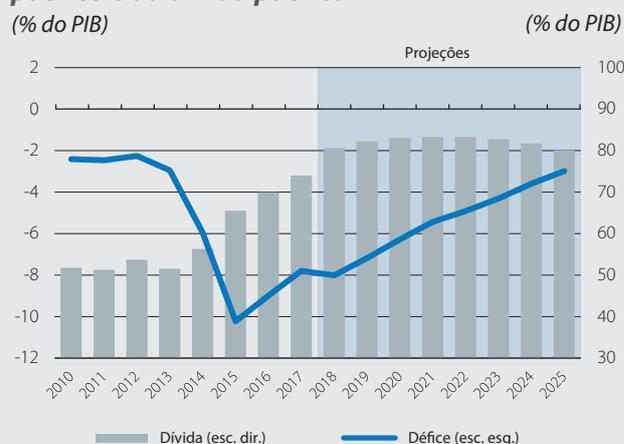
Do ponto de vista europeu, a situação económica no Brasil não deve ser vista como se fosse um problema externo e que apenas deveria causar preocupação àqueles que investiram no país. Por um lado, ao contrário de outros países emergentes, como a Turquia ou a Argentina, as interligações financeiras e económicas do Brasil com o resto do mundo são substanciais. Por outro lado, o Brasil, além de ser a primeira economia da América Latina, é um fornecedor central de diferentes matérias-primas a nível mundial.

Tendo em conta a importância sistémica do país, não é de surpreender que o Brasil receba sempre um elevado nível de atenção por parte dos investidores, que em grande parte se tem concentrado, durante os últimos meses, na capacidade do novo governo em executar as extremamente necessárias, mas sempre lentas reformas estruturais que necessita, como a melhoria das infraestruturas de transportes e energia, o quadro regulamentar - que continua a ser excessivamente complexo e ineficaz - e os problemas crónicos de insegurança. Além disso, a situação das finanças públicas do Brasil é preocupante, pois se não forem tomadas medidas firmes, será cada vez mais difícil o seu saneamento.

É uma preocupação bem fundamentada: em 2017, o défice público era de 7,8% do PIB e a dívida pública de 74,0%, claramente acima dos valores que os mercados emergentes habitualmente apresentam. Estes níveis também foram alcançados com relativa rapidez, dado que em 2013 ambos os valores eram, respetivamente, de 3,0% do PIB e de 51,5% do PIB. Além disso, tudo indica que estes números vão continuar a sofrer uma deterioração se não forem tomadas medidas de ajustamento.

Quais são os fatores que provocaram o aumento do desequilíbrio das finanças públicas? Um primeiro candidato natural é a evolução da própria economia, que nos últimos anos teve que lidar com uma severa recessão e uma recuperação ténue: se no período 2009-2013 o crescimento médio anual foi de 3,3%, nos últimos quatro anos, o registo foi de -1,4%. De acordo com estimativas do FMI, o défice público efetivamente registado e o défice ajustado do ciclo são relativamente semelhantes durante praticamente todo o período entre 2002 e 2017. Ou, por outras palavras, a deterioração do equilíbrio das contas públicas ocorre por razões estruturais, não relacionadas com a má evolução económica dos últimos anos.

Brasil: projeções do défice público e da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Central do Brasil e da Oxford Economics.

Um segundo suspeito habitual em países com um elevado nível de dívida pública é o pagamento de juros. Na média de 2014-2017, quando o défice público era de 8,2% do PIB, o pagamento de juros era equivalente a 6,6% do PIB (ou seja, a maior parte do défice registado devia-se ao pagamento de juros, enquanto o défice público primário, de 1,6% do PIB, era muito menor). No entanto, se expandirmos o fator em termos temporais, a conclusão permanece: durante os «anos de bonança», ou seja, de 2000 a 2013, o Brasil pagou uma média anual de 6,1% do seu PIB em juros. Isto representa um peso muito grande cuja evolução a curto prazo é difícil de mudar, sendo que a deterioração do défice público do Brasil não parece ser exclusivamente resultado de um aumento do custo da dívida.

Um terceiro candidato para explicar a deterioração das contas públicas costuma ser o baixo nível de receitas, geralmente um calcanhar de Aquiles das economias dos países emergentes. Nem sequer é o caso. O nível de receita no Brasil é elevado: embora em proporção com o PIB tenha diminuído em certa medida nos últimos anos, as receitas públicas ainda ultrapassam mais de 30% do PIB (a média da OCDE está na ordem dos 35%).

Em suma, nenhum dos fatores anteriores explica o agravamento do défice público e, conseqüentemente, a escalada da dívida, que até certo ponto ocorre a partir de 2014 e com maior intensidade desde 2015. Para encontrar a causa, a atenção deve-se debruçar sobre o nível da despesa. Ao longo dos últimos anos, houve um aumento de mais de 25% na despesa pública. É, obviamente, um aumento muito grande e sem precedentes nas últimas décadas. Para além disso, devido ao facto da dinâmica da despesa pública brasileira ter um forte carácter rígido, produz uma situação de histerese (ou seja, dificuldade em reduzir a despesa ao lon-

go do tempo). Isso explica o porquê dos resultados serem escassos, mesmo quando se tenta reagir. Assim, apesar do facto de que, em 2016, ter sido estabelecido um limite para o crescimento das principais rubricas de despesas sociais sob tutela do governo central (para que não pudessem crescer mais do que a taxa de inflação), a medida só serviu para garantir que as despesas se mantinham abaixo de 40% do PIB. Neste sentido, foi possível travar a tendência ascendente dos anos anteriores, mas ainda não foi corrigida.

O problema fundamental subjacente é que o governo só é responsável direto por uma parte relativamente pequena das despesas públicas. Assim, mesmo que os juros pagos sejam descontados, cerca de 80% das despesas primárias do governo central são despesas não discricionárias. Em particular, destaque para o facto de que mais de 40% das despesas primárias serem destinadas à Segurança Social (S.S.). É uma rubrica que tem vindo a crescer ao longo dos anos e que não vai parar no futuro. De acordo com estimativas do FMI, as despesas com as pensões vão variar de 14% do PIB em 2021 para 18% em 2030 e 26% em 2050. Este aumento acentuado não deriva de uma situação demográfica adversa, como em muitas economias desenvolvidas. Diversos estudos salientam que o Brasil possui um sistema muito generoso, mercê dos recursos à sua disposição.¹ De facto, é relativamente normal reformar-se cedo (não existe idade mínima de reforma, sendo que os homens devem descontar durante 35 anos e as mulheres 30) com elevadas taxas de substituição. Neste sentido, é de lamentar que as tentativas do anterior governo para introduzir uma reforma moderada do sistema, focada em aumentar os índices de contribuição para a Seg. Social e de definir uma idade mínima de reforma, tenham fracasado.

Assim, a situação das finanças públicas é uma questão complicada. O leque de alternativas disponíveis para o novo governo é certamente limitado, a não ser que seja escolhida uma mudança profunda no sistema de despesas, o que parece improvável face à experiência do passado. Na ausência desta reforma de grande alcance, é provável que testemunhemos um desenrolar difícil de um programa de ajustamento que procurará reduzir as despesas discricionárias, conter os salários públicos e alcançar uma reforma da Seg. Social, que certamente não será muito diferente daquela que falhou na legislatura anterior. Do lado das receitas, podemos esperar algum aumento de impostos, assim como alguma reorganização ao nível dos benefícios fiscais discricionários e de um processo de privatização modesto, sendo que, no entanto, o impacto fiscal pode acabar por ser reduzido. O cenário fiscal é e vai continuar a ser complicado. Consequentemente, as dúvidas sobre a sustentabilidade das finanças públicas continuam a ser uma fonte de incerteza para o Brasil... e para o mundo.

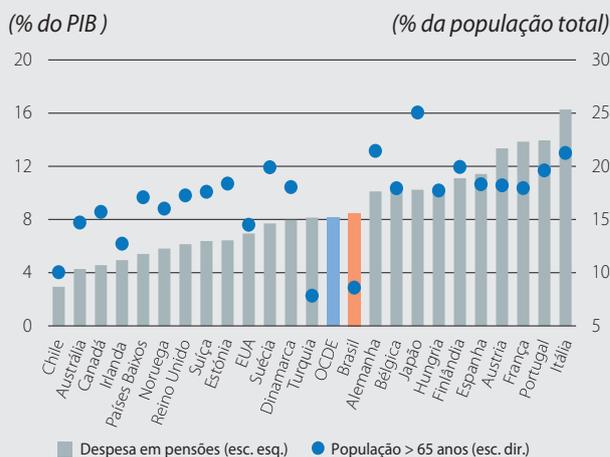
1. Ver, por exemplo, OCDE (2017), «Pension Reform in Brazil», Policy Memo.

Brasil: receitas e despesas do Governo central
Índice (100 = janeiro 2014)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças brasileiro.

Despesas com pensões e população com mais de 65 anos



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE e do Banco Central do Brasil.

Brexit: contagem decrescente

A menos de seis meses para o *Brexit*,¹ ainda existem obstáculos importantes a resolver, sendo que o processo de ratificação do acordo de separação no Reino Unido pode ser complexo. A esta situação unem-se as dúvidas sobre se, após o *Brexit*, os dois blocos vão chegar a um acordo que garanta uma relação próxima entre ambos e minimize os prejuízos económicos da separação. Neste Focus, vamos rever os principais desafios que devem ser enfrentados para garantir uma saída organizada do Reino Unido e o processo que irá começar imediatamente a seguir, que deve levar ambas as partes a um acordo visando o futuro quadro de relações.

O processo de saída do Reino Unido da UE parecia estar bem encaminhado quando, em dezembro de 2017, a UE e o Reino Unido criaram os alicerces para o acordo de saída. Especificamente, ambas as partes acordaram a quantia que o Reino Unido deve pagar à UE para honrar as obrigações financeiras incorridas quando o Reino Unido pertencia à UE (o denominado *financial settlement* ou *brexit bill*), os direitos dos cidadãos britânicos que residem atualmente na UE (e vice-versa) após o *Brexit*, e a implementação de uma cláusula *backstop* para assegurar que a fronteira entre a Irlanda do Norte e a República da Irlanda permaneça aberta independentemente do futuro quadro de relações entre a UE e o Reino Unido.² Também foi acordado, em março de 2018, estabelecer um período de transição após o *Brexit* – até dezembro de 2020 – durante o qual ambas as partes negociariam a sua futura relação. Especificamente, foi acordado que, durante este período, o Reino Unido permaneceria no mercado único e na união aduaneira para minimizar qualquer perturbação e ajudar os diferentes agentes económicos a adaptar-se ao novo cenário *pós-Brexit*. No entanto, a entrada em vigor deste período de transição está condicionada a que ambas as partes fechem definitivamente o acordo de saída.

A concretização relativamente rápida destas metas teria reduzido os receios de um fracasso nas negociações e de uma saída desordenada do Reino Unido. Na verdade, esperava-se que os detalhes do acordo de saída pudessem ser estabelecidos no início deste outono, a fim de dar tempo para que ambas as partes o ratificassem antes da data do *Brexit*.³

No entanto, as negociações estão a ser complicadas, o que atrasou a formalização do acordo final até, pelo menos, ao fim do ano. Em particular, as duas partes parecem não concordar com a forma que deve ter a cláusula *backstop*

sobre a Irlanda. Para a UE, esta disposição deve permitir que a Irlanda do Norte permaneça indefinidamente na união aduaneira e no mercado único de bens. No entanto, isto implicaria a divisão do território aduaneiro do Reino Unido, impondo controlos nas fronteiras entre a Irlanda do Norte e o resto do Reino Unido – situação à qual o governo britânico se opõe veementemente. Desta forma, a Irlanda do Norte estaria excluída de qualquer acordo comercial que o Reino Unido assinasse com um país terceiro. Assim, o governo britânico propõe que todo o Reino Unido (e não apenas a Irlanda do Norte) seja mantido, *de facto* e temporariamente, dentro da união aduaneira para além do período de transição. Da mesma forma, também surgiu a possibilidade de estender esse período até ao final de 2021 para dar mais tempo às negociações de um futuro acordo comercial (e, assim, evitar a aplicação do *backstop*). Assim, o Reino Unido parece estar a tentar fechar o acordo de saída sem pormenorizar muito a solução para o problema da fronteira irlandesa, enquanto a UE gostaria de passar para a próxima fase de negociações com especificações claras sobre a cláusula *backstop*.

Além disso, assim que o acordo de saída estiver fechado, deverá ser ratificado no parlamento britânico, um processo que não será fácil e que pode colocar em risco o acordo alcançado entre o governo britânico e a UE. Atualmente, o governo britânico não pode dar como certo que vai obter o apoio necessário para ratificar o acordo no parlamento. Por um lado, o bloco eurocético dentro do Partido Conservador não quer que o governo britânico faça concessões a Bruxelas para tentar manter a fronteira aberta na Irlanda, nem que o Reino Unido esteja ligado a uma união aduaneira com a UE por um período mais longo do que o estritamente necessário, podendo acabar por bloquear a ratificação do acordo. Por outro lado, alguns deputados do Partido Trabalhista também estariam dispostos a votar contra o acordo negociado pelo governo britânico e a UE. No entanto, espera-se que o governo britânico seja capaz de ratificar o acordo final – tornando, desta forma, efetivo o acordo de transição – dado que a alternativa de chegar ao dia do *Brexit* sem acordo de separação implicaria elevados custos económicos.

Além do acordo de saída, após o *Brexit*, terão de ser resolvidas questões importantes. Em particular, o Reino Unido e a UE terão 21 meses – se o período de transição não for estendido – para delinear os detalhes da sua futura relação comercial. Embora a estrutura das relações futuras seja atualmente incerta, conhecemos os principais eixos nos quais as negociações serão baseadas e a posição inicial de cada bloco.

Para a UE, o futuro acordo deve cumprir a legislação da União. Em especial, desde o início das negociações, os 27 manifestaram o seu empenho na indivisibilidade das

1. Está prevista a saída do Reino Unido da UE a 29 de março de 2019.
2. Esta cláusula só seria aplicada a partir do momento em que seja aplicado um futuro quadro de relações que garanta que a fronteira permaneça aberta.
3. O acordo de saída deve ser ratificado pela UE (por maioria simples no Parlamento Europeu e maioria qualificada no Conselho Europeu) e pelo Reino Unido (ambas as câmaras).

Quadro das futuras relações entre o Reino Unido e a UE

	+ integração ←						→ - integração
Opções	 Estado-membro da UE	 Estado-membro do Espaço Económico Europeu (EEA)					
Quais são as linhas limite do Reino Unido que seriam cruzadas?	Permanecer na UE	Aceitar a jurisdição do Tribunal de Justiça da União Europeia	 Acordos bilaterais em diversas áreas				Sem acordo futuro: a relação comercial rege-se pelas normas da OMC
		Aceitar a livre circulação de pessoas	Aceitar a livre circulação de pessoas	 Acordo de associação			
		Contribuir substancialmente para o orçamento europeu	Contribuir substancialmente para o orçamento europeu	Aceitar a jurisdição do Tribunal de Justiça da União Europeia	 União aduaneira	 Acordo de Livre Comércio	
		Dispor de autonomia reguladora	Dispor de autonomia reguladora	Dispor de autonomia reguladora	Capacidade de negociar acordos comerciais com países terceiros		

Nota: Cada bandeira reflete um país com o qual a UE tem este tipo de relacionamento.

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

quatro liberdades que regem o Tratado de Roma e o Mercado Comum Europeu, ou seja: a livre circulação de bens, serviços, capitais e pessoas. A UE também deixou claro que, ao definir a relação pós-Brexit, pretende que o Reino Unido respeite o equilíbrio de benefícios e obrigações associados ao acesso ao mercado único.⁴ Por outras palavras, a UE não pode permitir que o Reino Unido escolha apenas as partes do mercado único mais convenientes e que rejeite aquelas que não o são (situação conhecida como *cherry-picking*). Por conseguinte, de acordo com a UE, o Reino Unido pode aceitar todas as obrigações decorrentes do acesso ao mercado único, como já o fazem países não pertencentes à UE, mas que são membros do Espaço Económico Europeu (como por exemplo a Noruega), ou que operam sob o regime de país terceiro (como, por exemplo, o Canadá) e optar por um acordo comercial bilateral com a UE.

Inversamente, a posição do Reino Unido é menos clara. O que sabemos é que o governo britânico tentará evitar o cruzar de linhas limite, ou seja, aqueles elementos que considera inegociáveis (ver o gráfico em anexo). Prova disso é que, na sua proposta conhecida como Chequers – a primeira proposta oficial do Reino Unido sobre a futura relação com a UE – o governo britânico propõe manter o acesso ao mercado único de bens, mas sem aceitar a juris-

dição do Tribunal de Justiça da União Europeia na sua totalidade nem a livre circulação de pessoas. No entanto, isto é incompatível com a posição da UE em termos de cumprimento de determinadas obrigações de acesso ao mercado único.

Portanto, devido à existência destas condições, parece improvável um acordo que permita o comércio sem restrições entre o Reino Unido e a UE, mas com um controlo unilateral da imigração e sem qualquer papel para o Tribunal de Justiça da União Europeia. Neste contexto, é provável que os dois blocos tentem negociar um acordo de associação em diferentes dimensões (comercial, segurança, defesa e política externa) que mantenha as suas ligações o mais estreitas possível. No entanto, qualquer modelo de futura relação que envolva a saída do Reino Unido do mercado único e da união aduaneira implicará barreiras comerciais, especialmente para o comércio de serviços, um setor em que o Reino Unido é altamente competitivo.

4. Para além da livre circulação de pessoas, o acesso ao mercado único implicaria também efetuar contribuições para o orçamento da UE e a aceitação da jurisdição do Tribunal de Justiça da União Europeia.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
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	5,6	6,0	5,7	5,0
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	133,7	127,9	134,7	138,4
Produção industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	4,7	4,1	4,9	5,1
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	58,1	61,3	59,8
Habitações iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.218	1.184	1.268	1.201
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	3,9	3,9	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,5	60,3	60,4
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	...	–2,8	–2,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,9	2,7	2,3
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2

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	07/18	08/18	09/18
Atividade									
PIB real	1,0	1,7	2,0	1,1	1,3	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,5	43,3	43,4
Produção industrial	–0,2	4,5	4,1	2,5	2,0	...	0,7	–0,4	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	25,0	24,0	21,0	19,0	–	19,0	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,7	2,5	2,4	...	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,5	0,3	0,2
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	0,9	1,3	1,2
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3

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	07/18	08/18	09/18
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	8,8	9,0	9,2
Produção industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	6,0	6,1	5,8
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	51,2	51,3	50,8
Setor exterior									
Balança comercial ¹	512	435	435	420	395	364	376	361	364
Exportações	–8,4	8,5	10,1	13,6	11,3	11,4	11,3	8,5	14,3
Importações	–5,7	16,1	13,2	19,2	20,1	20,7	27,6	20,5	14,8
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,1	2,3	2,5
Taxa de juro de referência ²	4,4	4,4	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	6,7	6,8	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.

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

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	...	1,0	1,8	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	4,1	3,2	2,4	...	0,3	0,9	...
Confiança do consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-0,5	-1,9	-2,9
Sentimento económico	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	112,1	111,6	110,9
PMI indústrias	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	55,1	54,6	53,2
PMI serviços	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	54,2	54,4	54,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	...	-	...	-
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	8,1	8,1
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,1	9,3	9,2	9,3	9,3
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,0	10,9	10,6	10,0	10,2	9,8	10,1
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	15,0	15,0	14,9

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	07/18	08/18	09/18
Inflação geral	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,1	2,0	2,1
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,2	1,1

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, el Banco Central Europeo, la Comisión Europea y 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	07/18	08/18	09/18
Balança corrente: Zona Euro	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	...	3,7	3,6	...
Alemanha	8,5	7,9	7,9	7,9	8,1	...	8,0	7,9	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	...	-0,3	-0,6	...
Itália	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	...	2,8	2,8	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	...	1,3	1,2	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	99,2	99,0	99,4

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	07/18	08/18	09/18
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,1	4,0	4,1	4,3
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,0	3,1	3,1
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	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	1,6	1,6	1,6
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,1	9,2	8,1	7,2	7,5	6,8	7,3
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-2,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,1	-1,5	-1,5
Instrumentos negociáveis	2,7	1,1	-1,6	-5,8	-2,8	-5,4	-3,3	-4,0	-8,9
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	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.