

IM11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2018



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
A bolsa dos EUA: sobrevalorizada?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Brexit: contagem decrescente

ECONOMIA PORTUGUESA
Correção do défice orçamental a grande velocidade

ECONOMIA ESPANHOLA
Quanto vamos gastar no próximo ano?

DOSSIER: AS CONSEQUÊNCIAS ECONÓMICAS DO ENVELHECIMENTO

*O envelhecimento da população
e o seu impacto macroeconómico*

*O ciclo demográfico da poupança
e as taxas de juro*

*Os desafios do envelhecimento: uma nova
sociedade, uma nova economia*

INFORMAÇÃO MENSAL**Novembro 2018**

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

BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt / bpiresearch](http://www.bancobpi.pt/bpiresearch)

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Macroeconomia

e Mercados Financeiros

Estel Martín

Diretora de Estratégia Bancária

Data de fecho desta edição:

31 de outubro de 2018

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMO EXECUTIVO****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

9 *A bolsa dos EUA: sobrevalorizada?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Finanças públicas: o tendão de Aquiles da economia brasileira*

17 *Brexit: contagem decrescente*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Correção do défice orçamental a grande velocidade*

26 ECONOMIA ESPANHOLA

28 *Quanto vamos gastar no próximo ano?*

30 *Novo impulso do setor das exportações*

32 DOSSIER: AS CONSEQUÊNCIAS ECONÓMICAS DO ENVELHECIMENTO

32 *O envelhecimento da população e o seu impacto macroeconómico*

35 *O ciclo demográfico da poupança e as taxas de juro*

38 *Os desafios do envelhecimento: uma nova sociedade, uma nova economia*

Cada vez mais jovens

Uma pessoa que faça anos agora é muito mais jovem do que outra com a mesma idade há um tempo atrás. Tendo vivido o mesmo tempo, aquela pessoa que faça anos hoje está, de forma geral, numa melhor forma física e mental, e também viverá mais tempo. Somos cada vez mais jovens!

E, dependendo do ponto de vista, também somos cada vez mais velhos. Isto deve-se ao facto da melhoria da esperança de vida, combinada com a descida da taxa de natalidade, aumentar a idade média da população. Na Europa, espera-se que o peso da população com mais de 65 anos aumente dos atuais 20% para 30% até 2050. Por cada 100 pessoas com idades compreendidas entre os 16 e os 64 anos, hoje em dia existem 30 acima dos 65 e em 2050 serão 50. O peso da população com mais de 80 anos será mais do dobro do atual e, de facto, será muito semelhante ao da população com menos de 14 anos.

Obviamente que o envelhecimento da população é um desafio enorme para as próximas décadas, provavelmente à mesma altura dos desafios da mudança tecnológica e da mudança climática. Especificamente, a mudança demográfica vai exercer uma forte pressão nas contas públicas, tanto através das despesas com programas existentes como também devido às novas necessidades sociais. Ao mesmo tempo, também pode afetar o crescimento económico e, aliada ao mesmo, as receitas das Administrações Públicas.

Sem dúvida alguma que as despesas com pensões, saúde e dependência vão crescer a médio e longo prazo. Para que isto seja possível, dentro de um quadro de sustentabilidade das contas públicas, será necessário redimensionar as despesas e identificar fontes de poupança (incluindo melhorias de eficiência obtidas a partir de, por exemplo, de uma profunda transformação digital na Administração Pública). A redução da dívida pública também deve ser uma alavanca importante de redução de despesas (de juros neste caso). Do lado das receitas, existe uma extensa margem para melhorar a eficiência, como por exemplo a redução da complexidade do sistema tributário e o combate à fraude.

Por sua vez, todas as projeções existentes sugerem a necessidade de rever os programas de pensões públicas para garantir a sua sustentabilidade. As alavancas para que este objetivo seja atingido devem ser diversas, incluindo a introdução de incentivos para prolongar a vida ativa e de mecanismos que incorporem uma visão a longo prazo para fixar a pensão inicial e as respetivas reavaliações ao longo do tempo. E será imprescindível um enfoque mais amplo: também é necessário, entre outros, estimular uma maior participação no mercado de trabalho em todas as idades, bem como reduzir a taxa de desemprego estrutural (uma questão particularmente relevante no caso de Espanha); desenhar uma política de imigração que contribua para atenuar os efeitos do envelhecimento da população e promover o crescimento da produtividade que, afinal, é o elemento que determina o crescimento dos salários.

A dimensão do desafio requer uma ação imediata. Infelizmente, a sua complexidade e o facto de que o cenário traçado pode ser visto como uma situação distante faz com que seja constantemente adiado o seu debate e respetivas soluções. Pior ainda, existe o risco de que o debate seja capturado por abordagens populistas, que tendem a oferecer diagnósticos com pouco rigor e supostas soluções que apenas não são efetivas, como também podem agravar a dimensão do desafio. Quanto mais esperarmos para abordar esta questão de maneira rigorosa, maiores serão os custos para os ajustamentos necessários e, portanto, também mais difíceis de assumir politicamente.

Cronologia

OUTUBRO 2018

- 12** A agência de classificação Moody's eleva o *rating* de Portugal, de Ba1 para Baa3 (novamente para um 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.

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 em 60.000 milhões de dólares de importações norte-americanas.
- 26** A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. para o 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).

MAIO 2018

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

Agenda

NOVEMBRO 2018

- 5** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 7** Portugal: emprego (3T).
- 7-8** Comité Monetário da Fed.
- 9** Portugal: comércio internacional (setembro).
- 13** Portugal: IPC (outubro).
- 14** Espanha: IPC (outubro).
Portugal: evolução do PIB (3T).
Japão: PIB (3T).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 27** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Portugal: execução orçamental das Adm. Púb. (outubro).
- 29** Espanha: evolução do IPC (novembro).
Portugal: emprego e desemprego (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).

DEZEMBRO 2018

- 5** 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: balanço de pagamentos (3T).
Posição de investimento internacional líquido (3T).
- 27** Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Execução orçamental do Estado (novembro).
Portugal: execução orçamental das Adm. Púb. (novembro).
- 28** Espanha: evolução do IPC (dezembro).

A volatilidade volta a ser notícia

Crescimento mundial robusto, com ligeira desaceleração. De acordo com os últimos indicadores disponíveis, o crescimento da economia global desacelerou ligeiramente, embora mantenha um ritmo de evolução sólido. Este fato reflete-se nas nossas previsões para o crescimento global, que foram revistas para valores ligeiramente inferiores e que agora se encontram em 3,7% para 2018 e 3,6% para 2019. Estes valores incorporam a possibilidade de os riscos negativos que temos vindo a indicar nos últimos meses continuarem a ganhar forma. No plano comercial, as tensões entre os EUA e a China têm vindo a afetar o clima de confiança global. Em termos macrofinanceiros, a normalização da política monetária norte-americana continua a pressionar o bloco dos países emergentes e a provocar aumentos na volatilidade dos mercados. Por sua vez, o abrandamento do ritmo de crescimento do gigante asiático, embora leve, não está isento de incertezas. Desta forma, todas estas dinâmicas têm vindo a afetar o clima de confiança global, fazendo com que as economias avançadas e emergentes sofram os seus efeitos.

Evolução diferente das economias avançadas. Os últimos dados de crescimento dos EUA mostram que a economia continua a crescer a um ritmo vigoroso e acima do seu potencial. Neste contexto de elevado crescimento e de um mercado de trabalho perto do pleno emprego, os riscos de sobreaquecimento da economia norte-americana permanecem bem presentes. Esta situação sugere que a Fed vá continuar com a sua política de subida das taxas de juro, como indica o cenário do BPI Research, que prevê mais um aumento para este ano e de dois para o próximo. Em contraste, as tensões políticas e a deterioração da procura externa continuam a pesar sobre a evolução da economia da Zona Euro. Assim, as tensões que a Comissão Europeia e o governo italiano mantêm, após o executivo transalpino ter elevado a previsão de défice público para 2,4% em 2019, impulsionaram o prémio de risco do país acima dos 300 p. b. e afetou, até certo ponto, os prémios de risco dos restantes países da periferia da Zona Euro. Além disso, as negociações entre o Reino Unido e a UE prosseguem tendo em vista estabelecer um acordo que permita uma saída ordenada da União. No entanto, as restrições políticas decorrentes da posição de fraqueza do governo britânico a nível interno sugerem que o acordo de saída seja muito provavelmente adiado para além de novembro.

Os mercados refletem um contexto de maior incerteza. Após um mês de setembro que devolveu uma calma relativa aos mercados, a volatilidade surgiu novamente em outubro. Desta vez, e apesar dos dados macroeconómicos positivos, as correções começaram pelas bolsas dos EUA,

com uma queda de 6,9% do S&P no conjunto do mês de outubro, e que se alastraram para os restantes mercados internacionais. Por exemplo, na Europa, ao clima de maior aversão ao risco acresceram as tensões políticas mencionadas anteriormente e o índice Eurostoxx 50 recuou 5,9%. Entretanto, no bloco emergente, o comportamento foi desigual, onde as maiores perdas se concentraram nos mercados asiáticos, enquanto os índices da América Latina mostraram um ligeiro crescimento.

Evolução favorável, embora um pouco mais ligeira, da economia portuguesa. Após a recuperação da atividade no 2T (crescimento homólogo de 2,4%), os indicadores de atividade e confiança sugerem que o crescimento vai continuar a atenuar nos próximos trimestres. No entanto, a evolução da economia portuguesa mantém-se firme, como é possível observar pela evolução da taxa de desemprego, que se situa abaixo dos 7%. Destaque também para a contração do prémio de risco soberano, em comparação com outras economias periféricas, neste caso impulsionada pela melhoria do *rating* da Moody's, baseado no bom desempenho das contas públicas e na maior diversificação das fontes de crescimento. O orçamento apresentado pelo governo português, que prevê uma redução de défice para 0,2% em 2019, reforça esta revisão.

Ligeira, mas esperada desaceleração do crescimento em Espanha. Os dados mais recentes confirmam que a economia espanhola está a mudar de velocidade e que o seu crescimento está a estabilizar em níveis mais sustentáveis do que os registados nos últimos anos. Este abrandamento do crescimento surpreendeu, não por causa da sua materialização, mas sim pela sua composição. Assim, enquanto o BPI Research espera um abrandamento paulatino no crescimento da procura interna e externa, os dados recentes mostram que a procura interna continua a avançar a passos firmes, enquanto a maior parte do ajustamento tem vindo a produzir-se pelo lado da procura externa. Assim, a incerteza em torno dos fluxos de comércio globais, o aumento do preço do petróleo, a desaceleração do setor do turismo e o impulso das importações derivado do bom desempenho da procura interna afetam o bom desempenho da procura externa, que provavelmente vai terminar o ano com uma contribuição negativa para o crescimento. Finalmente, destaque para o orçamento que o governo apresentou a Bruxelas. O projeto orçamental apresenta medidas de aumento das despesas que serão altamente compensadas pelas medidas de aumento das receitas, existindo uma previsão de descida do défice para 2,7% este ano e de 1,8% em 2019, se o orçamento for finalmente aprovado.

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	2,80	3,29	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	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	-0,22	0,12	0,62
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,12	0,27	0,79
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,45	0,08	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,65	1,26	1,96
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,16	0,68	1,35
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,60	1,11	1,77
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,65	2,06	2,66
Prémio de risco	11	192	114	110	100	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,17	0,85	1,68
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,82	1,44	2,20
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	2,00	2,51	3,11
Prémio de risco	19	369	346	149	135	125	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,19	1,23	1,24
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	132,09	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	0,75	0,71	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	79,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	66,39	56,10	53,23

Previsões

Percentagem de variação em relação ao período 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	2,1	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	2,1	1,9	1,7
Alemanha	1,7	0,9	1,9	2,5	2,1	2,0	1,8
França	2,0	0,5	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,3	1,6	1,1	1,0	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	1,1	1,2	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	-3,5	1,0	1,5	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,7	3,0	2,7
Rússia	7,2	1,2	-0,2	1,5	1,8	2,1	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	4,0	1,3	2,0
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	4,1	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,3
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,8	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,0	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	1,4	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	0,8	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,6	2,3	2,0
Países emergentes	6,7	6,0	4,2	4,3	4,9	4,9	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,1	3,8	4,6
Indonésia	8,7	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	4,7	3,9	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	15,5	17,0	10,0
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	2,2	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	2,5	0,8	0,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,6	6,3
Índice de preços no consumidor	3,0	1,3	0,6	1,6	1,4	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) ²	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,5

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

As correções regressam aos mercados

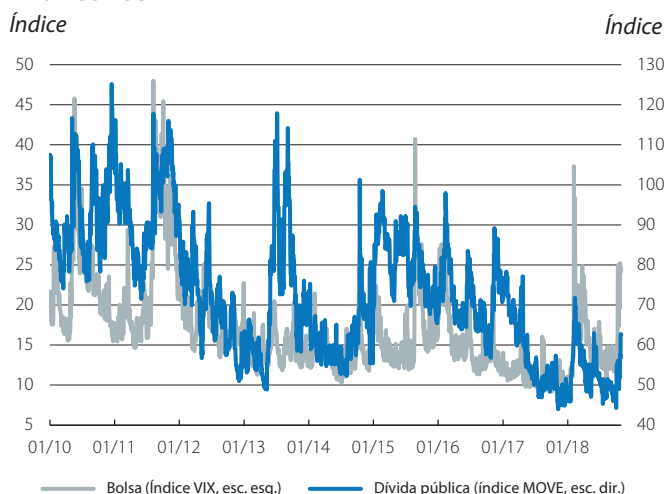
O outono arranca com um novo aumento da volatilidade.

Após um mês de setembro relativamente positivo, os mercados financeiros voltaram a experimentar em outubro uma recuperação da volatilidade, sendo que o acumular de perdas generalizadas entre as bolsas das economias avançadas e emergentes dominou a conjuntura mensal. Além disso, na Europa a situação agravou-se devido ao recrudescer da incerteza política, especialmente em torno da política fiscal italiana, que penalizou os prémios de risco periféricos, apesar do Banco Central Europeu (BCE) ter confirmado o seu compromisso de manter um contexto acomodatório para os próximos trimestres. Este aumento da volatilidade está relacionado com o recente alerta contra a condescendência do Fundo Monetário Internacional (FMI). Especificamente, no seu último relatório sobre estabilidade financeira global, publicado em outubro, o FMI lembrou que, dentro do contexto financeiro acomodatório dos últimos anos, acumularam-se vulnerabilidades que poderiam provocar tensões mais intensas do que seria de esperar no sistema financeiro internacional perante condições monetárias mais restritivas (como o aumento da dívida a nível global e as elevadas valorizações de alguns ativos).

As bolsas sofrem perdas generalizadas. Outubro conteve a tendência construtiva registada durante o mês de setembro, no qual as bolsas internacionais recuperaram da instabilidade sentida no verão. Ao contrário das últimas correções que afetaram de forma especial as bolsas emergentes europeias (enquanto os índices norte-americanos continuaram a bater máximos históricos), começaram a verificar-se perdas nas bolsas dos EUA em outubro, o que provocou um sentimento de aversão ao risco que penalizou a maior parte das bolsas internacionais. Assim, na totalidade do mês, o índice S&P 500 dos EUA caiu quase 7%, seguido de perto pelas perdas ligeiramente menores das bolsas europeias. Por outro lado, nas economias dos países emergentes, o forte declínio do índice MSCI para o conjunto da região (-8,8%) foi resultado de um desempenho misto entre os índices asiáticos (penalizado por uma queda acumulada de cerca de 8% na China) e latino-americanos (entre os quais se destacou o crescimento de 10,2% da bolsa brasileira).

O BCE confirma o fim do QE. Na sua reunião de outubro, o BCE não alterou os parâmetros da sua política monetária e confirmou que espera continuar com o plano anunciado no passado mês de junho. Esta decisão, ajustada às expectativas de analistas e investidores, baseou-se numa visão positiva do cenário macroeconómico (com um equilíbrio entre um contexto menos favorável e o bom desempenho da procura interna) e na confiança face à convergência da taxa de inflação em direção ao objetivo traçado. Assim, espera-se que as compras líquidas de ativos terminem em dezembro de 2018 e que as taxas de juro oficiais não sejam alteradas antes dos últimos meses de 2019. Além disso, o BCE vai continuar a comprar ativos durante um

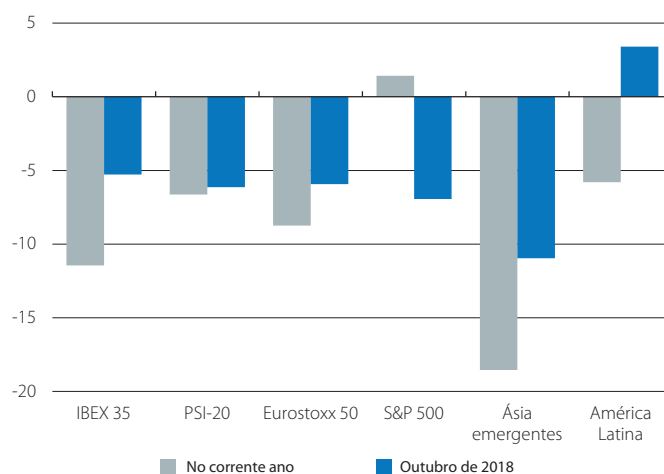
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

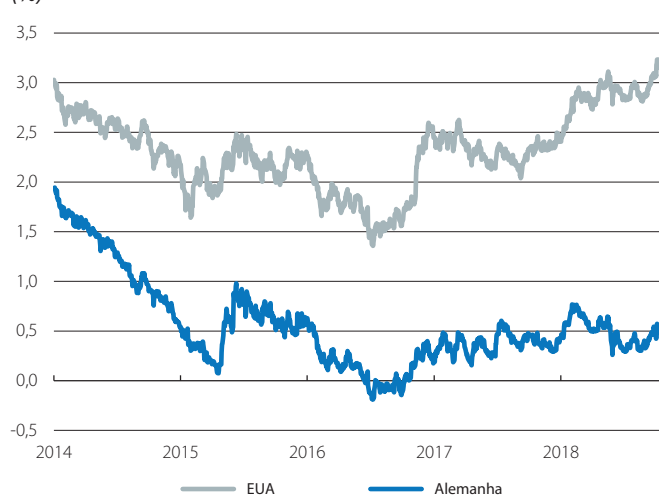
Principais bolsas internacionais

Variação acumulada (%)



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

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

longo período de tempo, mantendo o tamanho do seu balanço constante (com o reinvestimento em obrigações à medida que vençam).

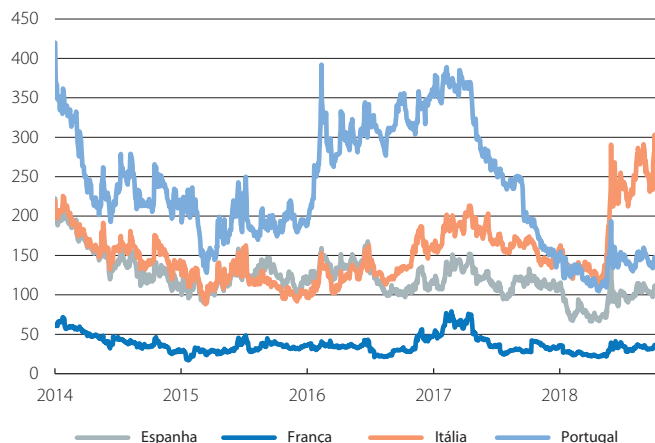
A incerteza penaliza a periferia da Zona Euro. Apesar das decisões do BCE continuarem a apoiar condições monetárias acomodáticas, durante o mês de outubro os prémios de risco na periferia da Zona Euro demonstraram volatilidade e com tendência para aumentar. O principal fator responsável por esta instabilidade foi a incerteza política, especialmente em torno da política fiscal de Itália, onde o prémio de risco se consolidou acima dos 300 p. b., com um forte aumento que temporariamente o impulsionou para níveis que não se registavam desde 2013. Além disso, a Moody's diminuiu a nota de crédito da dívida soberana italiana (de Baa2 para Baa3, ainda em grau de investimento), sendo que a S&P piorou a sua perspetiva (de estável para negativa) apesar de manter o *rating* em BBB. Neste contexto, os prémios de risco em Espanha e Portugal sofreram aumentos, embora de uma forma mais contida. De facto, o prémio de risco português encortou a distância face ao espanhol incentivado pela melhoria da notação de crédito da Moody's (de Ba1 para Baa3), colocando-o novamente em grau de investimento. Assim, a Moody's juntou-se às decisões da Fitch e da S&P dos últimos trimestres e, pela primeira vez desde o final de 2011, as três grandes agências atribuem grau de investimento a Portugal.

O dólar norte-americano mantém a sua força. As mensagens da Reserva Federal (Fed) dos EUA continuam a reforçar a estratégia de aumentos graduais nas taxas de juro de referência. Assim, em outubro, os investidores reagiram com um aumento das *yields* norte-americanas que, no caso das obrigações a 10 anos, fez com que ultrapassasse temporariamente os 3,20% (+15 p. b. em comparação com o final de setembro). No entanto, este movimento desvaneceu-se à medida que as correções na bolsa se impunham e os investidores procuravam ativos seguros, como a dívida soberana dos EUA. A convicção de um aperto da política monetária da Fed também se reflete no mercado cambial, no qual, em outubro, o dólar revalorizou face às principais moedas das economias avançadas (o euro e a libra desvalorizaram pouco mais de 2%, enquanto o iene valorizou ligeiramente acima de 0,5%) e das emergentes (exceção feita ao real brasileiro, que valorizou fortemente em resposta à vitória eleitoral do candidato de extrema-direita, Jair Bolsonaro).

Descida do preço do petróleo. Em outubro, o preço do barril do Brent desceu dos 85 dólares que se registavam no início do mês, para cerca de 75 dólares no final. Nos últimos meses, a redução das exportações do Irão e o excesso de cumprimento do acordo sobre cortes na produção de crude (entre a OPEP, a Rússia e outros parceiros) elevaram o preço do petróleo. Tendo em conta esta situação – e com a entrada em vigor das sanções dos EUA contra o Irão em novembro – a reunião de dezembro entre a OPEP, a Rússia e outros parceiros do acordo de corte de produção começa a concentrar a atenção face a uma possível extensão do mesmo (se isto não se verificar, o acordo em vigor terminaria no final de 2018).

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

(p. b.)

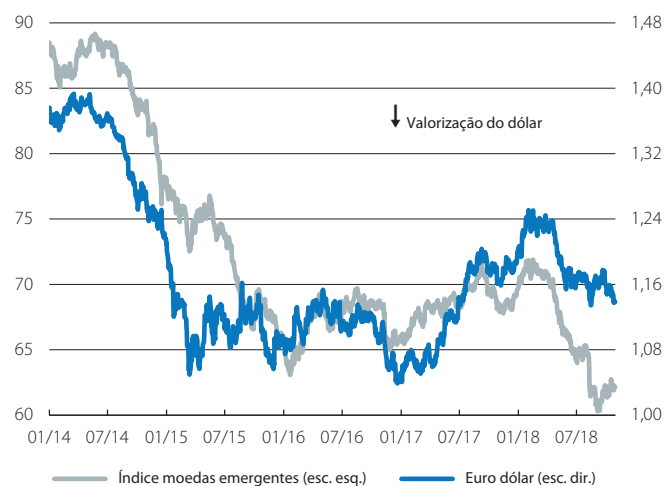


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas internacionais face ao dólar

Índice

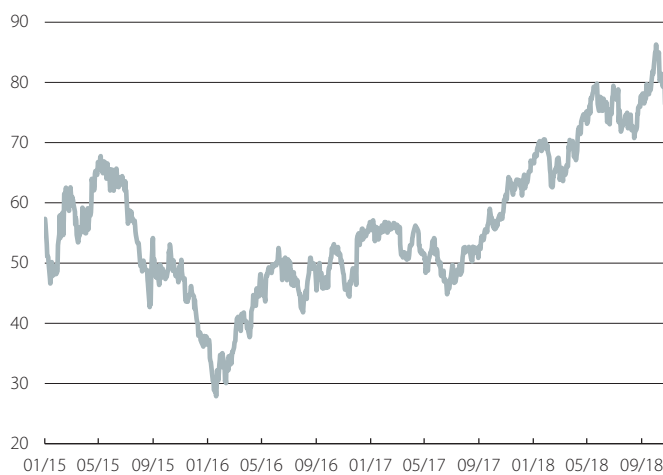
Dólares por euro



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

Preço do petróleo Brent

Dólares por barril



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

A bolsa dos EUA: sobrevalorizada?

Apesar da queda das últimas semanas, a evolução da bolsa norte-americana desde os piores tempos da crise tem sido espetacular. No passado mês de setembro, antes das recentes turbulências, a capitalização bolsista do S&P 500 registou vários máximos históricos. De facto, desde julho de 2009 (o primeiro trimestre de recuperação económica após a Grande Recessão) que o índice S&P 500 aumentou 174%, representando um crescimento anual de 11,9%. Face a estes números, coloca-se esta questão imediata: a bolsa norte-americana está sobrevalorizada?

A valorização das ações de uma empresa determina-se por intermédio de várias variáveis, pelo que responder à pergunta anterior não é uma tarefa fácil. No entanto, existem vários indicadores que esclarecem algumas das suas determinantes e que nos podem ajudar a verificar se um ativo está justamente valorizado ou não. Um dos mais citados é o CAPE (procedente da sigla em inglês *cyclically adjusted price-to-earnings*), proposto pelo Prémio Nobel da Economia Robert J. Shiller, que divide a capitalização total de um índice bolsista, ou de uma empresa, pela média dos lucros comunicados pelas empresas associadas, ou da empresa em questão, nos últimos 10 anos.¹ Assim, o facto de uma empresa ter um rácio de CAPE maior do que outra indica que o preço pago pela ação da primeira empresa reflete outros fatores diferentes dos lucros passados da empresa, tais como a expectativa de um aumento nos lucros no futuro ou a sobrevalorização da ação.

O CAPE para o conjunto do S&P 500 mantém-se desde o início do ano acima dos 30 pontos, sendo que em setembro chegou a ultrapassar os 33. O que é que estes níveis sugerem? Por um lado, numa observação com perspetiva histórica, este nível está claramente acima da sua média desde 1881 (16,9 pontos). Além disso, devemos levar em consideração que o CAPE apenas ultrapassou os 30 pontos no período que antecedeu o *crash* bolsista de 1929 e durante a bolha das empresas *dotcom* em 2000, o que sugere que o CAPE está em níveis significativamente elevados, uma situação que, em ocasiões anteriores, foi indicativa de uma sobrevalorização nos EUA. Por outro lado, o CAPE possui um grande poder de previsão sobre os retornos bolsistas a médio e longo prazo² e, neste sentido, os seus níveis atuais sugerem que a rentabilidade do S&P 500 para os próximos 10 anos seria inferior a 4% anual (muito abaixo dos 11,9% registados entre 2009 e 2018).

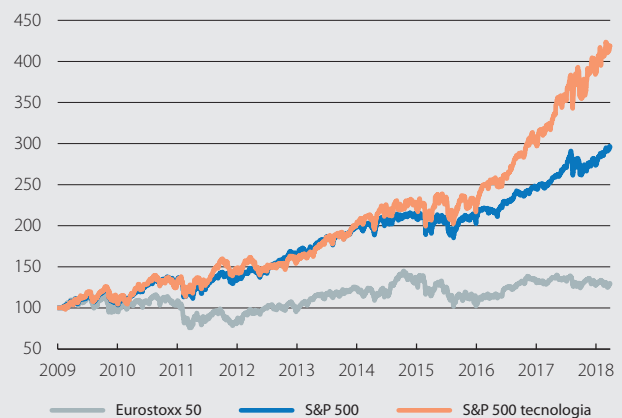
1. Também é efetuado um ajustamento pela evolução dos preços ao consumo.

2. Especificamente, explica cerca de 80% da variabilidade nos retornos bolsistas para um horizonte futuro a 10 anos. Ver o artigo «Valorização da bolsa norte-americana: existem motivos de preocupação?» no Dossier do BM11/2017.

Ao procurar explicações para estes elevados níveis do CAPE, o setor da tecnologia tem sido apontado como possível responsável por esta elevada valorização, em parte porque foi a origem da bolha bolsista das *dotcom* em 2000, em parte por ter registado rendimentos anualizados desde meados de 2009 claramente superiores ao conjunto do S&P 500 (perto de 20%). No entanto, os dados mostram que não é apenas o setor tecnológico que regista um CAPE relativamente alto, sendo que estes elevados CAPE são um fenómeno bastante difundido entre os setores que compõem o índice e que, além disso, uma fração significativa dos mesmos está acima da sua média histórica (ver o segundo gráfico).³

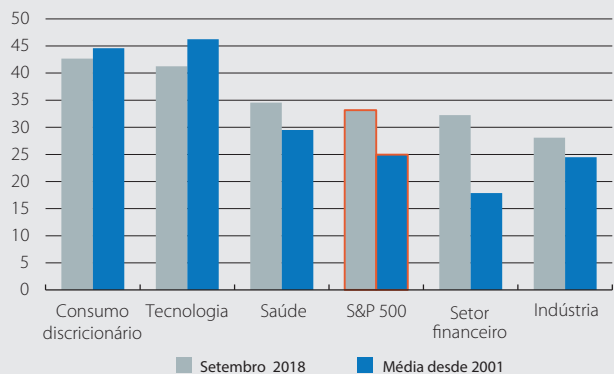
Outra explicação possível que poderia estar a impulsionar o CAPE do S&P 500 é um aspeto metodológico da relação,

Bolsas norte-americana e europeia
Índice (100 = julho 2009)



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

Bolsa norte-americana: índice CAPE
(Pontos)



Nota: Estes cinco setores representam 79% do total do índice S&P 500.

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

3. O facto de o setor da tecnologia ter um CAPE não tão diferente dos restantes setores indica que a sua forte revalorização bolsista foi acompanhada por uma sólida obtenção de lucros.

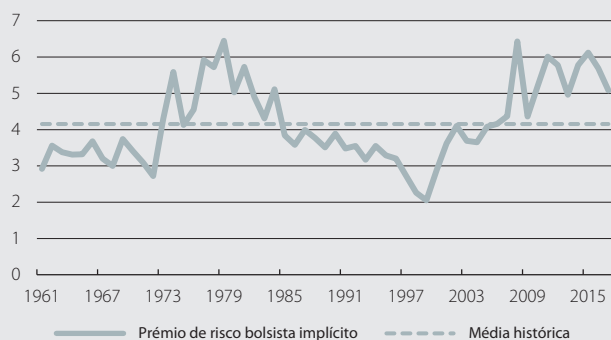
cujo efeito esperamos ver desvanecer nos próximos trimestres. Ao incluir os lucros das empresas dos últimos 10 anos, o CAPE está a incorporar os fracos resultados registados pelas empresas durante a Grande Recessão. Mecanicamente, em meados do próximo ano, na medida em que os baixos lucros passados deixem de ser incluídos na fórmula, o benefício médio dos últimos 10 anos irá aumentar e pressionará o CAPE para baixo. Especificamente, estimamos que este efeito de base poderia reduzir este indicador em até 3 pontos, um ajustamento significativo, mas que ainda permaneceria em torno dos 30 pontos.

Para entender melhor o quão alto é o nível atual do CAPE, é útil também analisar a sua evolução ao longo do ciclo económico. Neste sentido, a taxa de juro sem risco da economia é uma variável informativa. Normalmente, durante os períodos em que as taxas de juro estão baixas, as cotações bolsistas costumam ser mais elevadas, uma vez que o valor atual dos lucros futuros por ação é maior e impulsiona os preços e o CAPE.⁴ No entanto, dado que nos próximos meses esperamos que as taxas de juro nos EUA aumentem gradualmente em linha com o aperto da política monetária levada a cabo pela Fed, as cotações bolsistas estarão num contexto menos favorável. Especificamente, se analisarmos a relação histórica entre a rentabilidade da obrigação soberana americana a 10 anos e o índice proposto por Robert Shiller, a mesma tende a situar-se em torno dos 25 pontos num cenário em que a taxa de juro soberana dos EUA consolida-se perto dos 3,5%. Por definição, uma redução do CAPE teria que ocorrer ou através de uma descida na cotação bolsista ou por intermédio de um aumento dos lucros das empresas. Neste sentido, se levarmos em conta a redução de 3 pontos devido ao desaparecimento do efeito de base da Grande Recessão e assumirmos que os lucros das empresas vão continuar a crescer de acordo com a média dos últimos dois anos, uma redução do CAPE para 25 pontos exigiria uma correção bolsista de aproximadamente 12%. Para além da importância de interpretar este valor com cautela, devido à elevada incerteza que o rodeia, a dimensão desta redução não é de forma alguma insignificante, mas é consideravelmente diferente das correções experimentadas noutros períodos em que o CAPE se situou acima dos 30 pontos (tanto no caso da bolha das *dotcom* em 2000 como durante o *crash* de 1929, as quedas foram superiores a 30%).

Outro indicador que nos pode ajudar a identificar possíveis situações de sobrevalorização no rendimento variável é o prémio de risco bolsista implícito (PRBI), que nos mostra qual é a compensação adicional exigida pelos investidores para investirem na bolsa em vez de o fazerem em ativos com menor risco (como é o caso da dívida soberana

Bolsa norte-americana: prémio de risco bolsista implícito do S&P 500

Diferença entre a taxa interna de retorno (TIR) da bolsa e a taxa de juro sem risco (p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Aswath Damodaran (disponíveis em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>).

dos EUA). Os reduzidos níveis desta medida sugerem que os investidores exigem pouca compensação pela assunção de riscos, o que poderia indicar que os mesmos estão a ser condescendentes com a bolsa, uma situação que caracteriza as bolhas. Existem várias metodologias para calcular este indicador, desde as muito simples até às mais complexas. Uma das mais difundidas baseia-se na obtenção da taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros esperados (principalmente dividendos) de uma ação, seguida pela subtração do retorno da taxa de juro sem risco para obter o PRBI.⁵ Atualmente, este indicador encontra-se em níveis que ultrapassam os 5%, ligeiramente acima da média histórica de 4,1%. Embora isto indique que os investidores exigem uma rentabilidade claramente superior à oferecida pela dívida soberana e que tende a explicitar as conclusões extraídas da análise do CAPE, a trajetória descendente evidenciada nos últimos anos poderia ser um sinal de alerta.⁶

Contudo, como referimos anteriormente, é deveras complexo determinar se um ativo financeiro está sobrevalorizado, sendo que as ferramentas que temos à nossa disposição apenas esclarecem uma das muitas dimensões que influenciam as cotações bolsistas. Neste sentido, existem vários argumentos que atenuam as conclusões sobre o atual elevado nível de CAPE. No entanto, apesar de ser tentador pensar que «desta vez é diferente», o poder de previsão dos indicadores apresentados neste artigo não deve ser subestimado.

4. A relação estreita entre o CAPE e as taxas de juro é perfeitamente ilustrada pelo facto de que, nos últimos 55 anos, a taxa de juro soberana dos EUA a 10 anos explica cerca de 50% das variações do CAPE do S&P 500.

5. Consultar «O prémio de risco bolsista implícito: um indicador claramente imperfeito que é preciso ter em consideração» na IM11/2015.

6. Além disso, devemos levar em conta que a compra em grande escala de ativos pela Reserva Federal (Fed) diminuiu as taxas de juro sobre a dívida soberana dos EUA, o que poderia ter influenciado o aumento do PRBI.

Taxas de juro (%)

	31-out	28-set	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	1,1	1,3
Euribor 12 meses	-0,15	-0,16	1	3,6	3,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,66	-0,59	-7	-2,2	8,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,62	-0,52	-10	0,7	13,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,39	0,47	-8	-3,7	2,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,55	1,50	5	-1,7	8,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,87	1,88	-1	-7,3	-20,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,25	2,25	0	75,0	100,0
Libor 3 meses	2,56	2,40	16	86,6	117,9
Libor 12 meses	3,08	2,92	16	97,3	123,2
Dívida pública a 1 ano	2,65	2,56	9	91,8	122,9
Dívida pública a 2 anos	2,87	2,82	5	98,7	127,0
Dívida pública a 10 anos	3,14	3,06	8	73,5	76,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-out	28-set	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	74	69	5	29,2	23,7
Itraxx Financeiro Sénior	92	84	8	48,1	41,0
Itraxx Financeiro Subordinado	187	171	15	82,1	71,4

Taxas de câmbio

	31-out	28-set	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,131	1,160	-2,5	-5,8	-2,9
EUR/JPY (ienes por euro)	127,760	131,930	-3,2	-5,6	-3,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,886	0,890	-0,5	-0,2	1,1
USD/JPY (ienes por dólar)	112,940	113,700	-0,7	0,2	-0,6

Matérias-primas

	31-out	28-set	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	416,1	415,0	0,3	-3,7	-2,7
Brent (\$/barril)	75,5	82,7	-8,8	12,9	23,0
Ouro (\$/onça)	1.214,8	1.192,5	1,9	-6,8	-4,4

Rendimento variável

	31-out	28-set	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2018 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.711,7	2.914,0	-6,9	1,4	5,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.197,5	3.399,2	-5,9	-8,7	-13,0
Ibex 35 (Espanha)	8.893,5	9.389,2	-5,3	-11,5	-15,5
PSI 20 (Portugal)	5.030,7	5.359,3	-6,1	-6,6	-8,1
Nikkei 225 (Japão)	21.920,5	22.201,8	-1,3	-3,7	-0,4
MSCI emergentes	955,9	1.047,9	-8,8	-17,5	-14,6

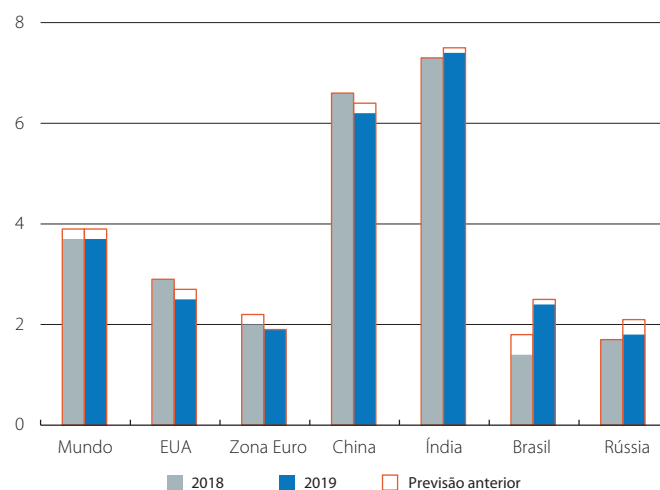
Crescimento global significativo, mas com persistentes riscos descendentes

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).

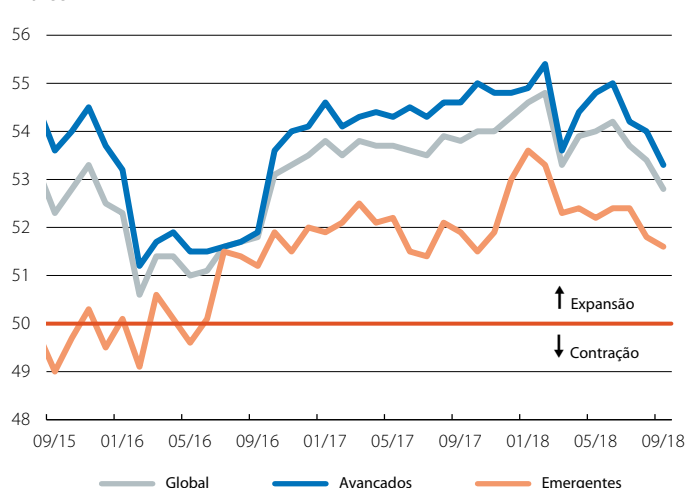
FMI: previsões do PIB para 2018 e 2019

Variação anual (%)



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

Indicadores de atividade: PMI composto



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

Itália: objetivos de défice

(% 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

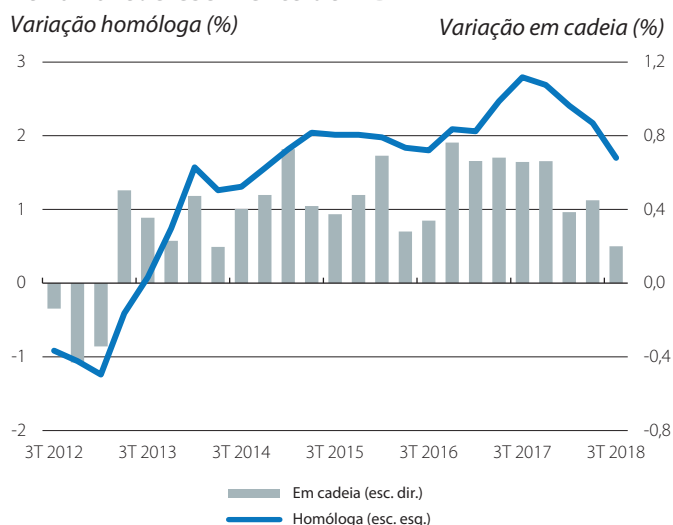
Na Zona Euro, o crescimento do PIB dececionou no 3T 2018 situando-se significativamente abaixo do esperado pelos analistas. De facto, o PIB avançou 0,2% em cadeia no terceiro trimestre (1,7% em termos homólogos), representando um abrandamento em relação ao primeiro semestre do ano (no qual avançou 0,4% 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

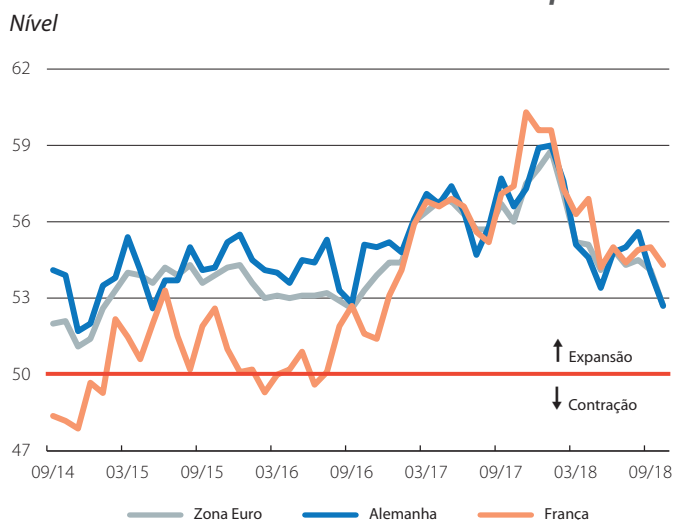
Os dados de crescimento do 3T corroboram o bom desempenho da economia norte-americana. O PIB apresentou um

Zona Euro: crescimento do PIB



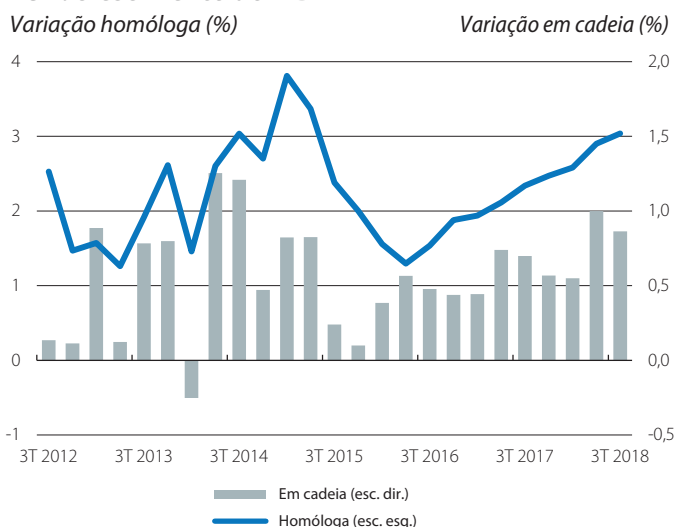
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

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.

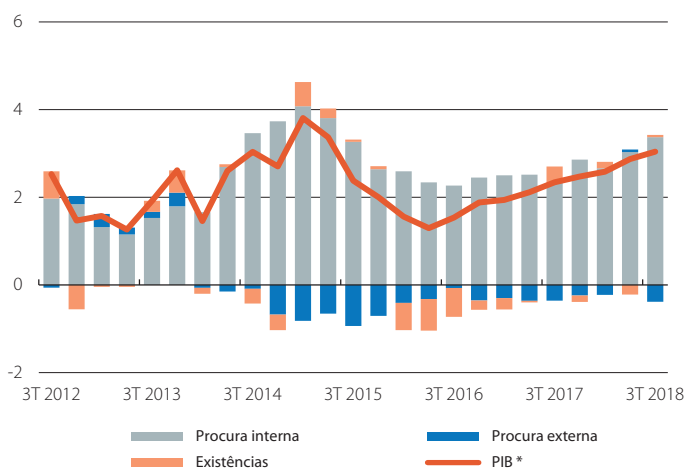
EMERGENTES

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 (%)

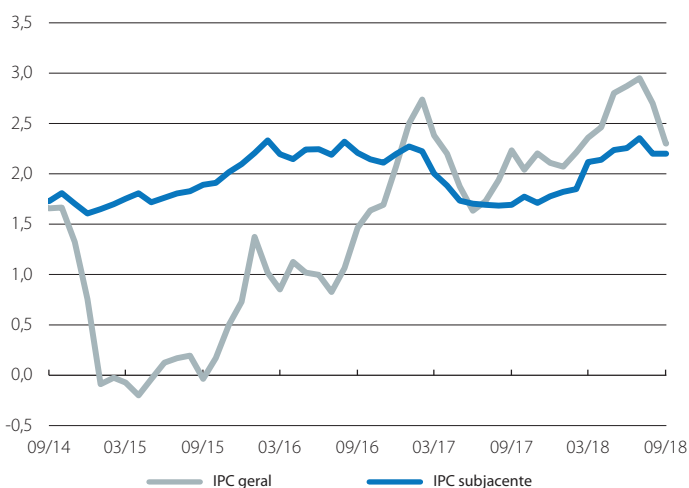


Nota: * Variação homóloga (%).

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

EUA: IPC

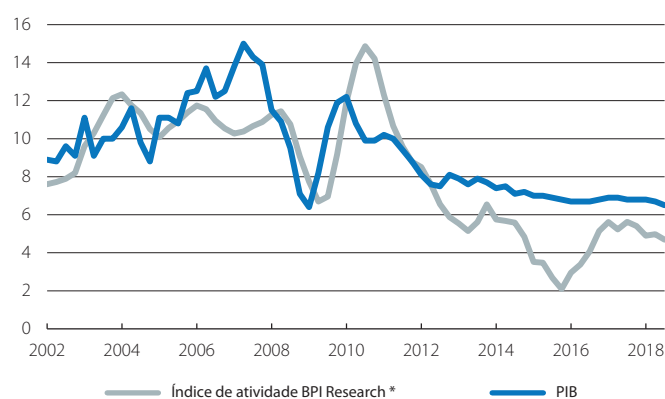
Variação homóloga (%)



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.

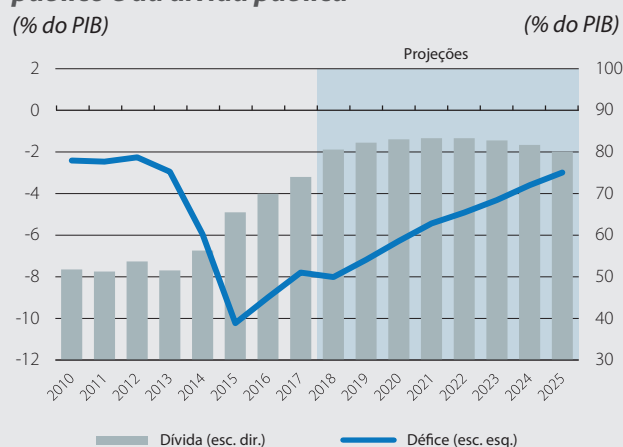
Do ponto de vista europeu, a situação económica no Brasil não deve ser vista como se fosse um problema externo e que apenas deveria causar preocupação àqueles que investiram no país. Por um lado, ao contrário de outros países emergentes, como a Turquia ou a Argentina, as interligações financeiras e económicas 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, consequentemente, 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.

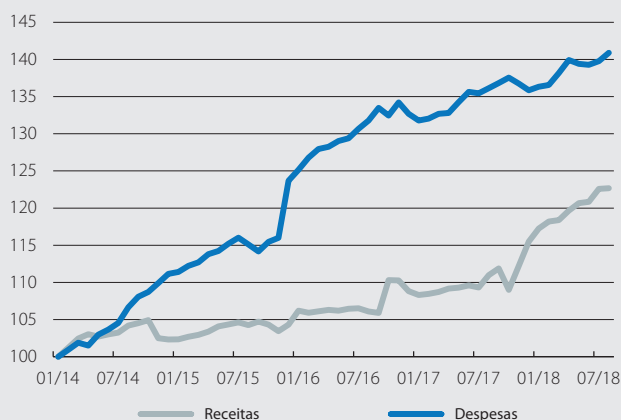
O problema fundamental subjacente é que o governo só é responsável direto por uma parte relativamente pequena das despesas públicas. Assim, mesmo que os juros pagos sejam descontados, cerca de 80% das despesas primárias do governo central são despesas não discricionárias. Em particular, destaque para 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)

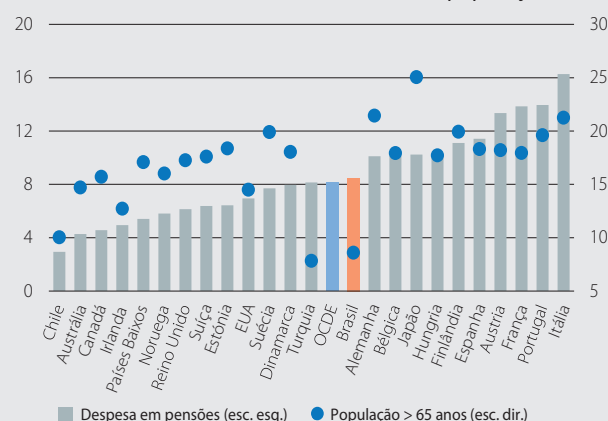


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças brasileiro.

Despesas com pensões e população com mais de 65 anos

(% do PIB)

(% da população total)



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

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 comercial¹ (% 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 comercial¹ (% 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 comercial¹	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 referência²	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.

O ritmo de crescimento positivo apoia-se na procura interna

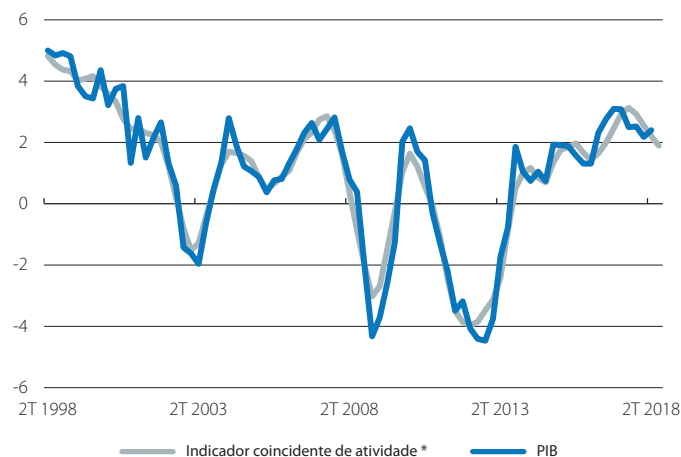
Os indicadores de atividade refletem um bom ritmo de crescimento, mas com tendência para abrandar. O indicador coincidente do Banco de Portugal mostra uma ligeira tendência de queda, mas situa-se em níveis historicamente elevados e aponta para um crescimento de cerca de 2% para os próximos trimestres (um nível ligeiramente inferior ao dos últimos registos). Assim, uma desaceleração da economia na segunda metade do ano, principalmente devido à menor contribuição do setor externo (devido ao desaparecimento de vários fatores que tinham vindo a apoiar a atividade, tais como os baixos preços do petróleo e um forte crescimento entre os principais parceiros comerciais). No entanto, a procura interna continua sólida e com um bom desempenho do consumo privado e público, e do investimento. Em particular, o consumo privado vai continuar a tirar partido da recuperação do emprego e do rendimento disponível devido à subida dos salários (no primeiro semestre, as remunerações líquidas subiram quase 4,0%), enquanto o desempenho do consumo público será influenciado pelo aproximar das eleições legislativas (previstas para outubro de 2019). Finalmente, o investimento deverá continuar a recuperar de forma gradual, embora possivelmente a um ritmo mais lento devido à estabilização do crescimento global. Assim, de forma geral, Portugal mantém boas perspetivas para os próximos trimestres mas, devido ao facto de ser uma economia pequena e aberta ao comércio, não nos devemos esquecer que a desaceleração do crescimento mundial aparece no horizonte como um risco de queda.

O desemprego continua a diminuir. O número de desempregados inscritos diminuiu significativamente em setembro (-17,5% homólogo) e permanece perto dos seus mínimos históricos, enquanto em agosto a taxa de desemprego permaneceu estável em 6,8% pelo terceiro mês consecutivo (-2,0 p. p. em comparação com agosto de 2017). De qualquer forma, a redução no número de desempregados avançou a um ritmo ligeiramente inferior ao dos meses anteriores, indicando que o ritmo de recuperação do mercado de trabalho poderá começar a estabilizar.

Os preços mantêm um crescimento moderado. Em outubro, a inflação global foi de 1,1%, 0,3 p. p. abaixo do recorde de setembro enquanto a taxa de inflação subjacente, o núcleo da inflação caiu para 0,5% (-0,3 p. p. face ao mês de setembro). Faltando os detalhes por componentes, tudo indica que os preços da energia, afetados pelo aumento do preço do petróleo nos últimos 12 meses, continuam a ser protagonistas (em setembro, mês em que dispomos do detalhe por componentes, contribuíram com +0,6 p. p. para uma taxa de inflação global de 1,4%).

Deterioração da balança corrente. Pela primeira vez desde 2015, o saldo da balança corrente entrou em terreno negativo no acumulado dos últimos 12 meses. Em agosto, este saldo foi de -425 milhões de euros (-0,2% do PIB) e refletiu o agrava-

Portugal: PIB e indicador coincidente de atividade Variação homóloga (%)

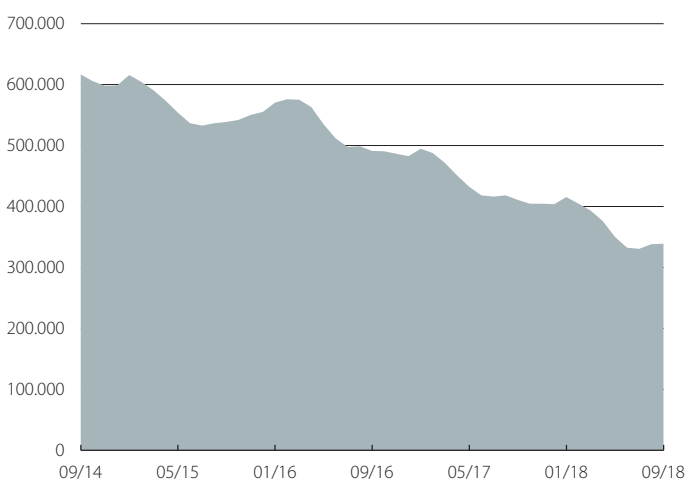


Nota: * Nível.

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

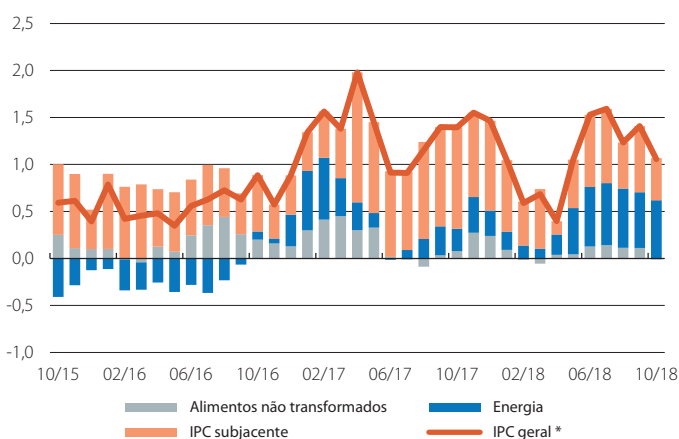
Portugal: desemprego registado

Número de desempregados inscritos nos centros de emprego



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

Portugal: contribuição para a taxa de inflação por componentes (p. p.)



Nota: * Variação homóloga (%).

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

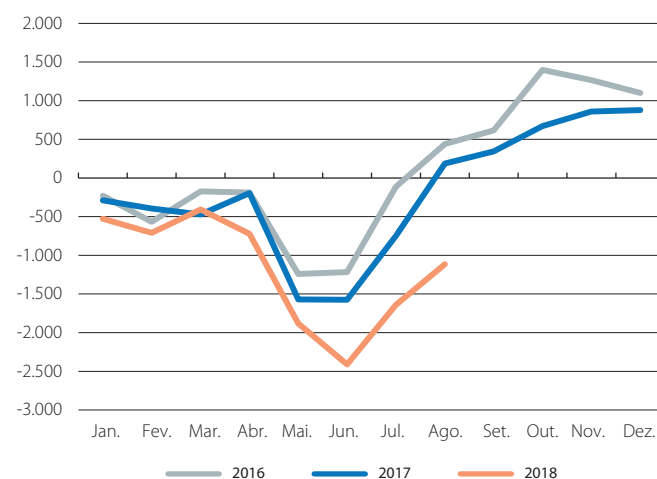
mento do saldo de bens e rendimentos primários. No entanto, algumas das causas responsáveis por esta deterioração não são necessariamente negativas. Especificamente, parte da deterioração da balança de bens não energéticos deve-se ao dinamismo do investimento interno, uma componente do PIB com um elevado conteúdo de importações e cuja evolução afeta de forma ascendente as importações. Da mesma forma, na balança de rendimentos primários, a deterioração é consequência do maior investimento direto estrangeiro recebido por Portugal, o que provoca um maior pagamento de rendimentos ao exterior. No entanto, parte da deterioração também responde a dinâmicas menos positivas, como o aumento do preço do petróleo, que possivelmente vai continuar a afetar as importações nos próximos trimestres. Por outro lado, graças ao turismo, a balança de serviços é a única que continua a registar superávite, embora comece a mostrar sinais de desaceleração.

Contas públicas em terreno positivo. Com dados até setembro, as Administrações Públicas registaram um superávite orçamental de 1.338 milhões de euros, equivalente a +0,9% do PIB. Este bom desempenho tem sido favorecido pelo forte desempenho da economia e do mercado de trabalho, que contribuíram para o crescimento das receitas tributárias e das contribuições sociais (com dados até setembro, ambos os elementos representam mais de 80% do crescimento total das receitas). Por outro lado, as despesas cresceram 2,2% em termos homólogos, um valor menos acentuado do que o previsto pelo governo (4,5%) e que em grande parte se explica pelo efeito de composição nas despesas com pessoal. Especificamente, se se excluir o cálculo da rubrica destinada ao subsídio de Natal dos funcionários públicos e dos pensionistas (cujo pagamento em 2017 foi dividido em 12 mensalidades), a despesa total teria aumentado 4,3% até setembro. Em suma, corrigidos estes fatores, o comportamento observado até ao momento reforça a nossa previsão de um défice de 0,7% do PIB para 2018 e está em conformidade com a estimativa do governo (para mais detalhes, consultar o Focus «Correção do défice orçamental em grande velocidade» inserido nesta *Informação Mensal*).

Os empréstimos non-performing diminuíram significativamente face aos máximos de 2016. No 2T 2018, o rácio de empréstimos non-performing situou-se em 11,7%, com uma redução de 1,1 p. p. em relação ao 1T 2018 e de 6,2 p. p. face ao nível máximo registado no 2T 2016. Esta redução substancial de empréstimos de cobrança duvidosa deveu-se à venda de carteiras de ativos de cobrança duvidosa e reflete o esforço considerável efetuado pelo setor bancário para o saneamento dos balanços. Por setores, a redução dos empréstimos non-performing foi particularmente significativo no caso das empresas, onde o rácio reduziu de 23,9% no 1T 2018 para 22,3% no 2T, embora permaneça em níveis elevados. Por outro lado, a contração do crédito para o setor privado não financeiro desacelerou em setembro, principalmente devido ao crédito à habitação que reduziu 1,2% em agosto, e ao crédito às sociedades não financeiras, que registou uma queda homóloga de 3,8%.

Portugal: saldo da balança corrente

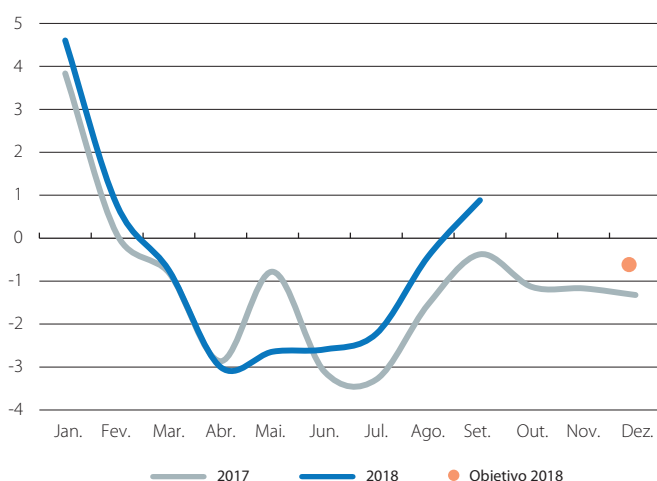
Milhares de euros (acumulado no ano)



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

Portugal: saldo da Adm. Pública

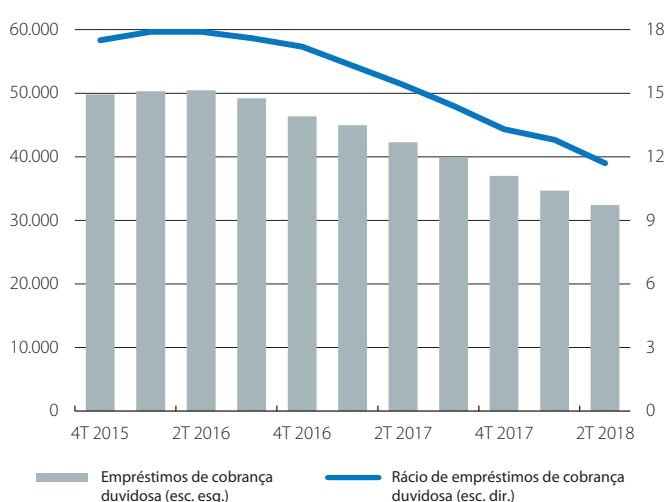
(% PIB)



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

Portugal: empréstimos de cobrança duvidosa

(Milhões de euros)



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

Correção do défice orçamental a grande velocidade

Seria difícil imaginar que o défice orçamental em Portugal atingisse níveis inferiores a 1% do PIB pouco tempo depois da saída do Procedimento por Défices Excessivos (PDE). De facto, em 2017, o défice orçamental das Administrações Públicas atingiu o nível mais baixo pelo menos desde 1974.¹ Este desempenho contrasta com o verificado no passado recente: Portugal quebrou a regra do limite dos 3% do PIB para o défice orçamental praticamente desde 2009, levando a Comissão Europeia a colocar o país no PDE, de onde apenas saiu em 2017. O registo de 2017 não parece ter sido pontual; os dados disponíveis até setembro sugerem que o défice volte a atingir um novo mínimo, e inferior ao que era esperado no início do ano. Assim, importa perceber o que terá contribuído para este novo mínimo e o que nos diz a recente proposta do OE apresentada pelo Governo para a trajetória das contas em 2019.

Como evoluem as contas públicas em 2018?

Decorridos três quartos do ano, a avaliação da saúde das contas públicas em 2018 é positiva. A execução orçamental até setembro aponta como provável um saldo orçamental em torno do estimado: -0,7% do PIB, abaixo de 1,1%, a projeção inscrita no OE 2018 apresentado há um ano atrás. A julgar pelas rubricas com melhor desempenho, como o caso da receita fiscal e contributiva, é possível que a componente cíclica, ou seja, a atividade económica, tenha um papel relevante na melhoria das contas públicas em 2018.

Neste sentido, é expectável que a receita fiscal e as contribuições sociais possam superar as projeções do Governo. De facto, a previsão para este agregado inscrita no OE 2018 assentava num cenário conservador, considerando não só a análise das elasticidades face ao PIB,² como também a projeção traçada para algumas das variáveis macroeconómicas. Concretamente, os pressupostos assumidos para o crescimento do emprego e das remunerações³ eram mais conservadores do que os dados observados até ao momento: o emprego cresceu, em média, 2,6%⁴ homólogo na primeira metade do ano, enquanto as remunerações aumentaram 4,0%, em média, em igual período. Ao mesmo tempo, e com impacto nos impostos indiretos, o crescimento do consumo privado foi de 2,5% na primeira metade do ano, 0,6 p.p.

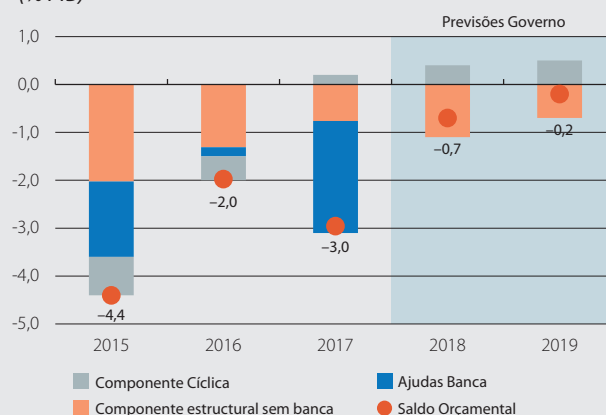
1. -0,9% do PIB, excluindo a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos. Incluindo a CGD, o défice ficou em -3,0% do PIB.

2. Análise feita considerando as taxas de crescimento inscritas no OE 2018 e usando os valores de referência da OCDE («New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance»).

3. O Governo projetou um crescimento do emprego de 0,9% homólogo (conceito de população empregada de acordo com as contas nacionais) e um aumento das remunerações de 3,2% homólogo.

4. Aumento médio de 2,7% homólogo até agosto, se considerarmos os dados mensais do INE.

Portugal: saldo orçamental (% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia e previsões do Governo.

acima do crescimento projetado pelo Governo para a totalidade do ano.

Do mesmo modo, a dinâmica da atividade económica poderá também contribuir para surpresas positivas do lado da despesa. Considerando que o OE 2018 assentava num cenário conservador para o mercado de trabalho, as prestações sociais podem terminar o ano em níveis inferiores aos inicialmente projetados. Em causa estará o pressuposto assumido para a taxa de desemprego, de 8,6%, substancialmente acima da média registada até agosto (7,2%). Apesar da implementação de algumas medidas⁵ ao longo de 2018 que potenciaram o incremento desta despesa, é possível que a despesa pública total fique abaixo do projetado inicialmente.

No entanto, o menor grau de execução da despesa deverá ser, em grande parte, justificado pelo investimento público. Os dados até setembro apontam para um grau de execução em torno de 61% face ao inicialmente orçamentado. Ao mesmo tempo, e tal como aconteceu em anos anteriores, o Governo, aquando a proposta de OE 2019, reviu em baixa o montante estimado para o investimento, uma redução equivalente a -0,2% do PIB. Ou seja, em vez do crescimento do investimento atingir os 40,4% homólogo inicialmente previsto, o Governo estima agora um crescimento de 16,3%. Uma das principais razões poderá ser a reduzida execução dos fundos provenientes da União Europeia, associados ao programa de investimento Portugal 2020.⁶

5. Atualização extraordinária das pensões da Segurança Social e da Caixa Geral de Aposentações, aumento do número de pensionistas e atualização do Indexante dos Apoios Sociais.

6. Banco de Portugal - Boletim Económico (outubro 2018).

Em sentido contrário poderão evoluir as despesas com pessoal. O OE 2018 apontava para um cenário (aumento de 0,3% homólogo) que não parecia forte o suficiente para suportar as várias medidas previstas no orçamento associadas a esta rubrica.⁷ Aquando a proposta de OE 2019, o Governo reviu o crescimento das despesas com pessoal para 2,6% homólogo.

Que perspetivas para 2019?

No dia 15 de outubro, o Governo português apresentou a proposta de orçamento para 2019, que dá continuidade ao registado em 2018, apoiando-se no ambiente económico favorável para manter a trajetória de redução do défice das Administrações Públicas. Assim, com um ritmo de crescimento do PIB previsto de 2,2%, o Governo projeta uma redução do défice para -0,2% do PIB em 2019.

Relativamente à receita, o Governo prevê que o aumento do emprego (0,9% em 2019), juntamente com o crescimento dos salários, contribua para manter um crescimento das contribuições sociais acima de 4,0% em 2019, uma previsão que pode estar ligeiramente sobrestimada.⁸ Ao mesmo tempo, o aumento dos impostos indiretos deverá ser suportado pelo consumo privado, que se deverá manter como um dos principais motores do crescimento económico em 2019. Por outro lado, o crescimento estimado para os impostos diretos pode estar subestimado, considerando que a elasticidade destes impostos relativamente ao crescimento do PIB nominal prevê um ritmo de crescimento das receitas superior, tendo em conta a estimativa do crescimento do PIB nominal do Governo. Considerando o cenário do Executivo, a carga fiscal deverá manter-se em torno de 35%.⁹ As medidas de redução da receita, equivalentes a 0,2% do PIB, deverão ser compensadas pelo aumento dos dividendos relacionados com a CGD e o Banco de Portugal. Assim, no geral, a receita total estimada pelo Executivo parece ser exequível.

Do lado da despesa, destacam-se as medidas que irão contribuir para o aumento das despesas com pessoal e das prestações sociais.¹⁰ Ainda assim, a redução prevista da taxa de desemprego para 6,3% em 2019 deverá contribuir para atenuar este aumento, reduzindo as prestações de desemprego em 4,3% homólogo.¹¹ No entanto, a previsão do Governo para a taxa de desemprego pode ser otimista (de facto, o BPI Research prevê a redução da taxa de desemprego para 6,6% no próximo ano), e, neste caso, haverá uma sobrestimação da poupança com as presta-

7. Descongelamento de carreiras na Administração Pública e o programa de regularização dos vínculos precários nas APs.

8. A nossa análise das elasticidades face ao PIB nominal aponta para uma taxa de crescimento das contribuições sociais perto dos 3% em 2019.

9. Considerando as contribuições sociais efetivas, tal como é apresentado na análise ao orçamento de estado feita pela UTAO.

10. As mais relevantes incluem: descongelamento das carreiras, reformas de longas carreiras, aumento da Prestação Social para a Inclusão e aumento extraordinário de pensões.

11. Tal como referido na proposta de orçamento de estado para 2019.

Receitas e Despesas do Sector das Administrações Públicas (ótica de Contabilidade Nacional)

	% PIB			Taxa de Variação (%)		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Receita Total	42,7	43,2	43,3	4,0	4,9	4,1
Receita Fiscal	25,1	25,3	25,1	5,1	4,7	2,9
Impostos s/ rendimento, património	10,1	10,2	9,9	3,5	4,5	0,8
Impostos s/ produção e importação	14,9	15,1	15,2	6,2	4,9	4,3
Contribuições Sociais	11,7	11,8	11,8	4,9	4,7	4,1
Despesa Total	45,7	43,9	43,5	6,4	4,4	2,8
Despesas com pessoal	10,9	10,8	10,8	1,9	2,6	3,1
Consumo intermédio	5,4	5,3	5,2	2,4	2,2	1,7
Prestações sociais	18,3	18,3	18,3	1,4	3,8	3,8
Juros	3,8	3,5	3,3	-4,7	-6,3	-1,4
Formação Bruta Capital Fixo	1,8	2,1	2,3	24,9	16,3	17,1
Outra despesa de capital	2,6	1,0	0,7	41,2 *	92,7	-28,9
Saldo Total	-0,9 *	-0,7	-0,2	-	-	-
Saldo Primário	2,9	2,7	3,1	-	-	-

Nota: * Exclui a recapitalização da CGD, no total de 3.944 milhões de euros (2,0% do PIB).

Fonte: BPI Research, com base do INE para 2017 e Ministério das Finanças (OE 2019) para 2018 e 2019.

ções de desemprego. Por seu lado, os juros deverão continuar a diminuir, suportado pelos níveis reduzidos das taxas de juro de mercado e do prémio de risco, com o Governo a projetar uma poupança equivalente a 0,1% do PIB; assim, o custo implícito da dívida¹² deverá cair para mínimos históricos, em torno de 2,8%. Por fim, o crescimento projetado para o investimento público deverá ser suportado por uma maior execução dos fundos estruturais associados ao programa Portugal 2020.¹³

Considerando as metas atingidas nos últimos anos, o objetivo para o défice projetado pelo Governo, ainda que ambicioso, parece exequível. Ainda assim, importa ponderar os riscos inerentes ao cenário projetado pelo Governo que poderia comprometer o alcance do objetivo. Os riscos para o cenário macroeconómico são, predominantemente, de origem externa, nomeadamente as medidas protecionistas. Ao mesmo tempo, o aumento do preço do petróleo e a incerteza em torno de alguns fatores políticos (como Itália) são também riscos importantes a considerar. No caso das variáveis orçamentais, o risco mais relevante seria um aumento da taxa de juro, atendendo às elevadas necessidades de financiamento do Estado.¹⁴ O Governo estima que um aumento de 100 pontos base ao longo de toda a curva de rendimentos aumentaria os gastos com juros em 0,2 p.p. do PIB. Neste caso, e mantendo as outras variáveis inalteradas, o défice atingiria 0,4% do PIB.

12. Peso dos encargos com juros no total da dívida do ano anterior.

13. Proposta de Orçamento de Estado para 2019.

14. Ver artigo «Portugal: as necessidades de financiamento em 2019 e a sua satisfação».

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	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Índice coincidente para a atividade	1,7	2,8	2,6	2,2	1,9	2,1	2,0	1,9	1,8	...
Indústria										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	-1,5	-0,1	-1,0	-3,3	-0,1	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	2,1	0,0	0,4	0,5	0,9	1,6	-1,2	-1,1
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,9	19,8	8,8	10,3	...	10,3	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	15,7	23,7	...	23,7	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - taxação)	3,8	5,0	5,4	6,1	...	6,1	...	...	6,2	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	11,2	7,6	...	6,3	5,0	3,9	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	13,2	14,4	16,5	18,9	18,3	14,5	16,7	8,6
Consumo										
Vendas comércio a retalho	2,7	4,1	5,9	2,6	2,3	3,2	2,4	3,4	1,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	1,9	2,6	2,5	2,2	1,6	2,0	1,8	1,6	1,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,0	2,8	-1,4	1,3	-1,4	-1,3	-1,5	-0,4
Mercado de trabalho										
População empregada ¹	1,2	3,3	3,2	2,4	...	2,8	2,2	2,0	2,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	7,9	6,7	...	6,8	6,8	6,9	6,6	...
PIB	1,9	2,8	2,2	2,4	...	2,4	...	...	...	...

Preços

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Inflação geral	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,0	2,2	1,3	2,3	3,3
Inflação subjacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,5	1,8	0,7	1,4	...

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	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,8	10,0	6,5	7,4	...	7,4	8,2	7,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,5	13,5	11,0	9,8	...	9,8	9,7	9,3	...	...
Saldo corrente	1,1	0,9	0,9	0,0	...	0,0	0,0	-0,4	...	...
Bens e serviços	3,8	3,5	3,2	3,1	...	3,1	3,2	2,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,7	-2,6	-2,3	-3,1	...	-3,1	-3,3	-3,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	3,0	2,7	2,7	1,9	...	1,9	1,9	1,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros²

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	06/18	07/18	08/18	09/18	10/18
Depósitos										
Depósitos das famílias e empresas	3,7	1,7	2,6	4,3	...	4,9	3,6	4,7	...	...
À vista e poupança	19,5	15,7	2,6	4,3	...	16,2	11,4	14,6	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,2	-5,8	-4,1	-2,9	...	-2,5	-1,8	-2,1	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-17,9	1,3	1,9	-0,8	...	12,8	-1,2	3,0	...	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	4,0	...	5,4	3,4	4,6	...	...
Saldo vivo de crédito										
Setor privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,8	...	-1,6	-1,5	-1,4	...	...
Empresas não financeiras	-5,6	-6,5	-3,1	-3,7	...	-3,6	-3,8	-3,8	...	...
Famílias - habitações	-3,3	-3,1	-1,9	-1,6	...	-1,4	-1,3	-1,2	...	...
Famílias - outros fins	-0,5	0,9	3,0	4,1	...	4,5	5,6	6,1	...	...
Administrações Públicas	-9,4	9,3	19,0	14,8	...	10,6	-13,9	-12,2	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-1,0	-1,1	...	-1,2	-2,1	-1,9	...	...
Taxa de incumprimento (%)³	17,2	13,3	12,8	11,7	...	11,7	...	...	...	...

Notas: 1. Estimativa do INE. 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, da Comissão Europeia e da Associação Europeia de Fabricantes de Automóveis.

Ritmo de crescimento positivo que avança para uma fase mais madura do ciclo

A economia avança para uma fase mais madura. No mês passado, no BPI Research avaliámos o cenário e efetuámos com uma redução de 0,2 p. p. nas previsões de crescimento para 2018 e 2019 (para 2,5% e 2,1%, respetivamente) a fim de englobar a revisão da série histórica do PIB efetuada pelo INE espanhol e o aumento dos riscos negativos no contexto internacional. Da mesma forma, a atualização do quadro macroeconómico do Governo, incluída no projeto de Plano Orçamental para 2019, também reflete o avanço da economia para uma fase mais madura do ciclo económico. Em particular, o governo reduziu as previsões do PIB em 0,1 p. p., para 2,6% em 2018 e 2,3% para 2019, relativamente em linha com o cenário do BPI Research. Além disso, o projeto de orçamento enviado a Bruxelas mantém o compromisso de redução de 0,9 p. p. do défice, que o levaria para 1,8% em 2019, e inclui uma redução no défice estrutural de 0,4 p. p.

A economia continua a crescer robustamente no 3T. De acordo com a primeira estimativa do INE espanhol, o crescimento do PIB manteve-se em 0,6% em cadeia e 2,5% em termos homólogos no terceiro trimestre do ano (os mesmos valores do 2T). Assim, a economia espanhola registou um ritmo de crescimento superior ao das principais economias da Zona Euro, mas ligeiramente menor do observado nos últimos anos, o que reforça a visão de uma leve desaceleração à medida que avançamos para uma fase mais madura do ciclo. Por componentes, a procura interna manteve-se como o principal impulsionador da economia (contribuição de 3,0 p. p. para o crescimento homólogo), destacando-se, de forma particular, o aumento de 0,6% em cadeia, após ter sofrido uma quebra no 2T (0,1%), enquanto o crescimento do investimento manteve-se nuns sólidos 1,0% em cadeia (um bom resultado após os expressivos 3,5% do 2T). Por outro lado, a procura externa registou uma contribuição líquida negativa (-0,5 p. p. após os -0,8 p. p. do 2T), que, no entanto, permaneceu em linha com as expectativas devido às tensões comerciais e à desaceleração da Zona Euro.

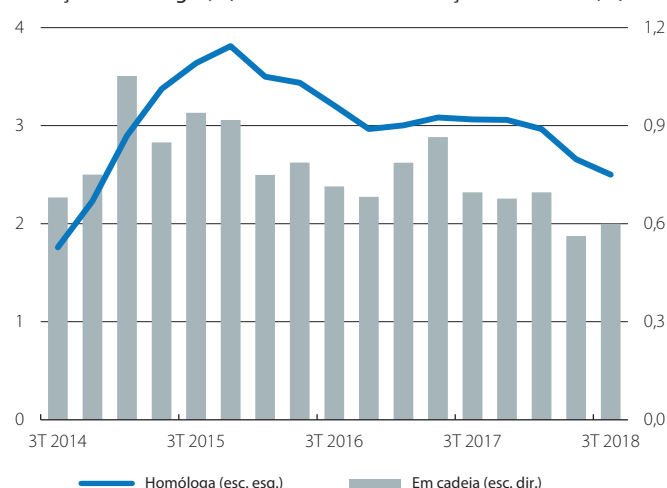
Os indicadores de atividade confirmam um ligeiro abrandamento. Do lado da oferta, os índices PMI para o setor industrial e dos serviços situaram-se em 52,4 e 52,6 pontos, respetivamente, na média do 3T, valores ligeiramente inferiores aos do 2T (média de 53,7 e 55,8 pontos, respetivamente). Da mesma forma, a produção industrial, com um crescimento de 1,2% homólogo em agosto e de 0,7% em julho, terá crescido no 3T a um ritmo semelhante aos 0,9% registados no 2T. Finalmente, do lado da procura, as vendas a retalho no 3T caíram 0,4% em termos homólogos após a estagnação registada na média do 2T.

A poupança mantém-se em valores baixos enquanto os salários crescem robustamente. Especificamente, a taxa de pou-

Espanha: PIB

Varição homóloga (%)

Varição em cadeia (%)



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

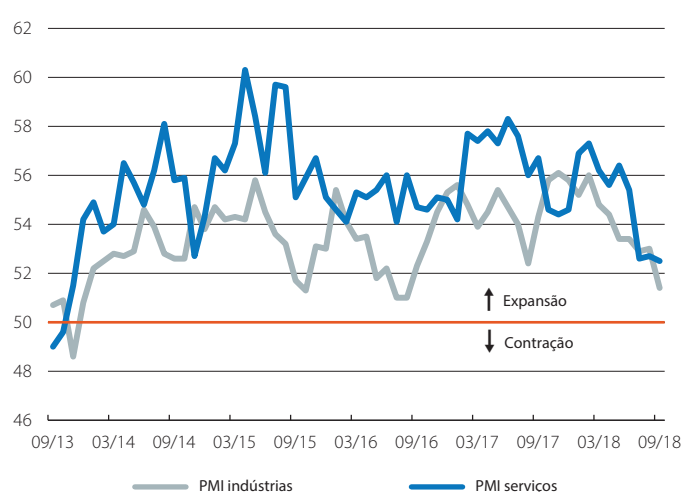
Quadro macroeconómico do Governo

	Novo cenário	
	2018	2019
PIB real (%)	2,6	2,3
Anterior	2,7	2,4
Emprego (%)	2,5	2
Taxa de desemprego	15,5	13,8
Consumo final (% do PIB)	2,2	1,8
Formação bruta de capital fixo (% do PIB)	5,3	4,4
Exportações (% do PIB)	3,2	3,4
Importações (% do PIB)	4	3,8
Défice público (% do PIB)	2,7	1,8
Dívida pública (% do PIB)	97	95,5

Fonte: Projeto de Plano Orçamental 2019.

Espanha: indicadores de actividade

Nível



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

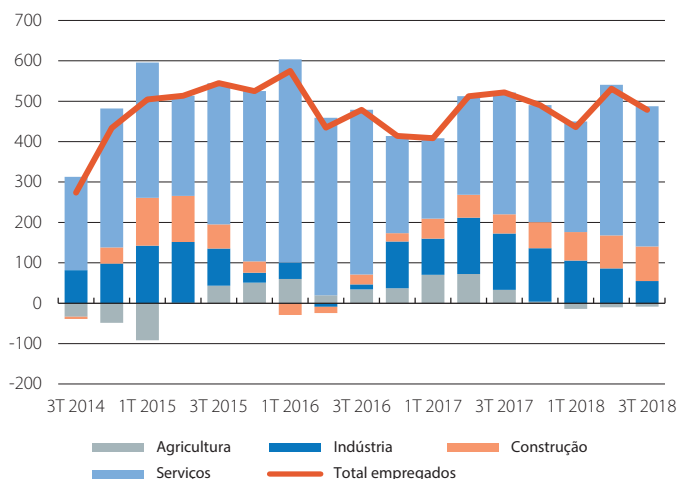
pança das famílias situou-se em 4,7% no 2T 2018 (acumulado de quatro trimestres), 0,5 p. p. abaixo do registo do trimestre anterior. Esta diminuição refletiu a divergência entre o consumo nominal, que manteve um crescimento de cerca de 4% no segundo trimestre do ano, e o rendimento bruto disponível (RBD), com um aumento de 1,9%. No entanto, para os próximos trimestres, esperamos que a taxa de poupança estabilize em linha com a recuperação do mercado de trabalho. Prova disso é que a componente mais importante do RBD, os rendimentos salariais, cresceu a um ritmo semelhante ao do consumo nominal (3,8% homólogo no 2T 2018), sugerindo que outras componentes mais voláteis seriam temporariamente responsáveis pelo menor crescimento do RBD.

Evolução positiva do emprego no 3T. Os dados mais recentes do Inquérito à População Ativa (EPA) refletem uma forte criação de emprego no 3T e uma redução acentuada da taxa de desemprego, de 16,4% no 2T para 14,6% no 3T (o nível mais baixo desde o 4T 2008). Em particular, o crescimento do emprego no 3T foi de 2,5% homólogo e de 0,5% em cadeia, registos ligeiramente inferiores aos do 2T, mas que representam um aumento no número de empregados de 478.800 pessoas nos últimos 12 meses. Por setor, o bom desempenho do setor dos serviços, com a criação de 346.900 empregos no acumulado dos últimos quatro trimestres, compensou o menor aumento do emprego no setor industrial (+55.000 empregados). Finalmente, em contraste com estas dinâmicas positivas, os dados do EPA mostram que a taxa de emprego temporário situou-se em 27,4%, o mesmo nível do ano anterior e em níveis muito mais altos do que os das principais economias da Zona Euro. Para os próximos trimestres, esperamos que se mantenha o bom desempenho do mercado de trabalho, embora possa perder alguma intensidade em linha com o abrandamento esperado do ritmo de crescimento da economia espanhola.

Desaceleração do setor externo. O superávit da balança corrente situou-se em 1,20% do PIB em agosto (acumulado de 12 meses), um valor ligeiramente inferior ao do passado mês de julho (1,26%) e do de agosto de 2017 (1,87%). Esta desaceleração refletiu principalmente a deterioração do saldo comercial dos bens energéticos (afetado pelos contínuos preços elevados do barril de petróleo) e uma desaceleração nas exportações dos serviços não turísticos. Da mesma forma, em 2018 observa-se uma normalização dos fluxos de turistas após um ano de 2017 extraordinariamente positivo. Em particular, no passado mês de agosto, chegaram menos 1,9% de turistas do que em agosto de 2017, uma desaceleração prevista, tendo em conta a recuperação gradual de alguns dos principais centros turísticos nas costas sul e oriental do Mediterrâneo. No entanto, apesar da menor chegada de turistas, a sua despesa total aumentou 1,8% em termos homólogos, um facto que pode refletir a progressiva substituição de turistas de nacionalidades com um perfil menor em termos de despesa, por outros de maior.

Espanha: emprego por setores

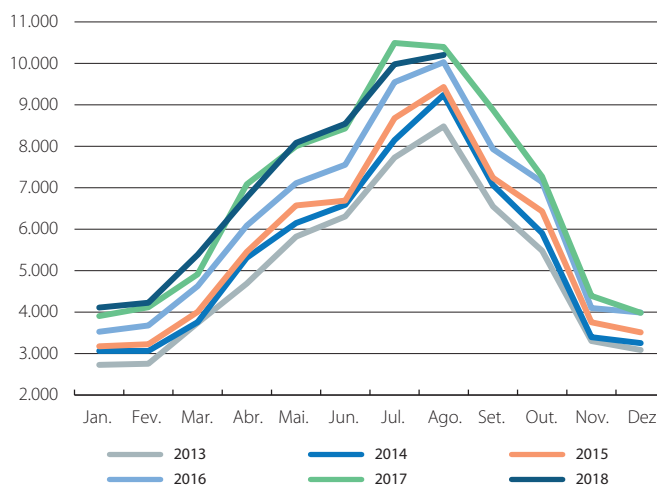
Variação homóloga (milhares)



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

Espanha: entrada de turistas estrangeiros

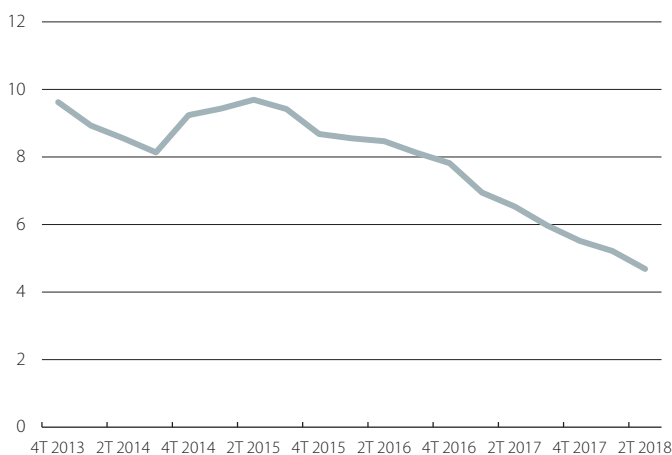
Número de turistas (milhares)



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

Espanha: poupança bruta das famílias sobre o rendimento disponível

Dados acumulados de quatro trimestres (%)



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

Quanto vamos gastar no próximo ano?

A economia espanhola está a entrar numa fase mais madura do ciclo e, portanto, o seu crescimento tem vindo a estabilizar gradualmente em direção a níveis mais sustentáveis a longo prazo. Neste contexto, perguntamo-nos sobre o comportamento que terá a principal força motriz da economia: o consumo privado. Como veremos, é de esperar que o consumo modere o seu crescimento, de forma muito gradual graças aos sólidos fundamentos que o sustentam.

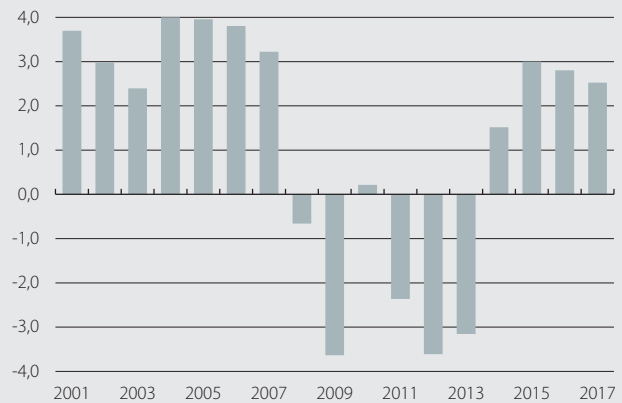
Como é possível observar no primeiro gráfico, após as fortes quedas registadas entre 2008 e 2013, o consumo das famílias recuperou fortemente em 2015, a partir da recuperação económica, do aumento do emprego e do consequente aumento do rendimento bruto disponível das famílias e da sua riqueza, tanto financeira como imobiliária (consultar o segundo gráfico). No entanto, a recuperação do consumo foi mais além do que a melhoria dos rendimentos das famílias sugere, facto que mostramos no terceiro gráfico. A lacuna que se abre entre o consumo e os recursos que o sustentam pode ser explicada, em parte, pelo efeito do «consumo contido»: após vários anos de restritividade e de adiamento dos planos de consumo para enfrentar, em primeiro lugar, uma recessão e, posteriormente, uma recuperação incerta, muitas famílias passaram a materializar estes planos graças à maior confiança que o novo contexto económico oferece.¹ No entanto, isto apenas oferece um apoio temporário que provavelmente irá perder força. Assim, quais são as perspetivas de crescimento do consumo a médio prazo?

Com este objetivo, analisamos a sensibilidade do consumo à evolução dos fatores que determinam os rendimentos das famílias: emprego, salários, taxas de juro e o preço da habitação (principal ativo de muitas famílias). Os resultados são mostrados no quarto gráfico.² Por um lado, é evidente que a reação do consumo ao aumento do emprego é muito maior do que em resposta a um aumento salarial, pelo menos a curto prazo. Se este resultado parece surpreendente, uma explicação possível é que os nossos padrões de consumo mudam mais quando deixamos de

1. A dissociação entre consumo e o rendimento não foi acompanhada por um aumento da dívida do setor das famílias, mas pelo contrário: no 2T 2018, a dívida das famílias situou-se em 60,8% do PIB, mais de 20 p. p. abaixo do nível alcançado nos piores momentos da crise.
2. As sensibilidades são calculadas em duas etapas. Primeiro, estima-se a relação de longo prazo entre o consumo e os seus fatores determinantes: o rendimento bruto disponível, a riqueza financeira líquida das famílias e o preço da habitação (todas as variáveis em logaritmos e deflacionadas pelo IPC). A seguir, estima-se uma regressão entre o crescimento trimestral do consumo e a variação em cadeia em termos de emprego, salários, taxa de juro das hipotecas e o resto da equação da primeira etapa. Os três primeiros fatores capturam o impacto a curto prazo destas variáveis no consumo, enquanto o último fator capta a tendência do consumo a retornar à sua tendência a longo prazo.

Espanha: consumo privado

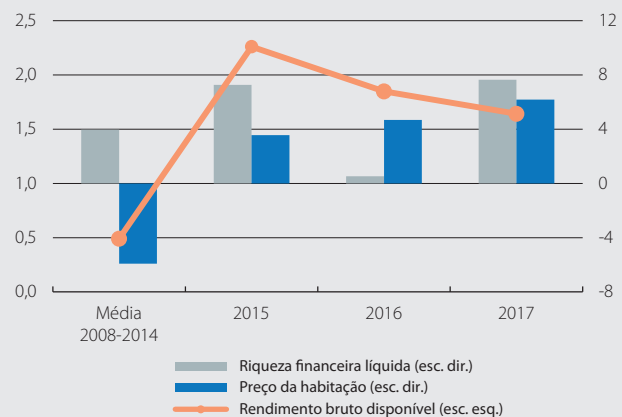
Variação homóloga (%)



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

Espanha: evolução dos recursos das famílias

Variação homóloga (%)



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

Espanha: relação entre o consumo e os rendimentos e a riqueza

Índice padronizado *



Nota: * Resto de uma regressão do logaritmo do consumo real com o logaritmo do rendimento bruto disponível, a riqueza financeira líquida das famílias e o preço da habitação. Todas as variáveis sofreram deflação pelo IPC. Série padronizada com média 0 e desvio padrão 1.

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

estar desempregados e conseguimos um emprego do que a uma reação às variações salariais. Por outro lado, vemos como a resposta do consumo aumenta ao longo do tempo e as diferenças entre o impacto do emprego e dos salários se reduzem: ou seja, a propensão marginal das famílias face ao consumo aumenta à medida que as receitas em termos de rendimento bruto disponível passam a ser mais duráveis.

Outro destaque é que o impacto do crescimento dos preços da habitação sobre o consumo agregado é muito pequeno.³ Uma explicação possível é que o aumento do preço da habitação implica um aumento da riqueza para um setor da sociedade (proprietários), mas a diminuição do poder de compra do outro (aqueles que querem comprar).⁴ Finalmente, destacamos que o impacto esperado de um aumento moderado nas taxas de juro (0,5 p. p.) é relativamente baixo.

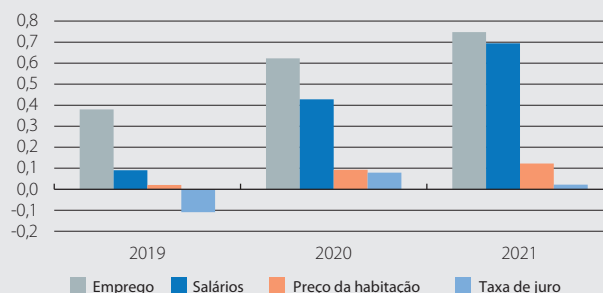
Para fazer projeções de consumo, devemos formar uma ideia sobre as perspetivas de emprego, salários, taxas de juro e preço da habitação para o próximo ano. Assim, do lado do emprego, espera-se que o crescimento do emprego seja moderado na medida em que acompanha a atividade.⁵ No entanto, espera-se que a procura interna mantenha perspetivas favoráveis e que ainda haja uma margem em termos de oferta de emprego dentro do mercado de trabalho, pelo qual espera-se que esta moderação seja pequena e que o emprego continue a crescer ligeiramente acima dos 2% em 2019 (2,5% no 3T 2018). Por sua vez, os últimos indicadores sugerem que os salários podem aumentar ligeiramente em 2019 após vários anos de moderação. Por exemplo, os aumentos salariais acordados em convenções até setembro de 2018 foram de 1,7%, enquanto aqueles que foram assinados há um ano se situavam em 1,3%. Do lado da taxa de juro, a perspetiva é bastante estável: o BCE já indicou que não vai aumentar a taxa de juro de referência antes do último período de 2019 e é improvável que se afaste desta previsão na ausência de grandes surpresas macroeconómicas. Além disso, em relação ao preço da habitação, após uma forte recuperação nos últimos três anos, o BPI Research espera que o crescimento dos preços consolide em níveis elevados, mas mais moderados do que no ano passado.

Combinando estas perspetivas com os resultados anteriores, apresentamos três cenários de consumo na última tabela: um cenário semelhante ao descrito anteriormente,

outro cenário que traça uma evolução um pouco mais forte das variáveis consideradas e um terceiro que considera um cenário mais moderado. Como podemos ver, em todos os casos o grau de desaceleração seria moderado. Assim, espera-se que a procura interna continue a oferecer um pilar de crescimento sólido nos próximos trimestres.

Espanha: sensibilidade do consumo real face a diferentes variáveis

Variação do crescimento anual do consumo real (p. p.)



Nota: Reação do crescimento do consumo agregado das famílias face ao aumento do crescimento homólogo do emprego e dos salários de 1% desde o primeiro trimestre de 2019. Para o caso do preço da habitação, o aumento é de 2%. Em todos os casos o aumento é sustentado ao longo do horizonte temporário. Pressupõe-se que a taxa de juro aumenta 0,5 p. p. em 2019 e que permanece estável neste novo nível.

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

Espanha: projeções de crescimento do consumo real *

Variação homóloga (%)

	2018 **	2019		
		Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
Emprego	2,5	2,5	2,0	1,5
Salários	0,6	3,0	1,8	0,5
Preço da habitação	6,2	7,0	5,5	4,0
Taxa de juro do crédito à habitação ***	1,9	2,4	2,1	1,9
Previsão de crescimento do consumo	2,7	2,8	2,5	2,3

Notas: * O impacto no consumo é calculado considerando a diferença entre os valores de cada variável em cada um dos cenários com os valores médios de 2018 e multiplicando este diferencial pelas sensibilidades calculadas anteriormente. A previsão de consumo para 2019 é obtida adicionando o impacto obtido em cada cenário à média de crescimento do consumo nos dois primeiros trimestres de 2018. ** Média dos dados disponíveis para os dois primeiros trimestres do ano. *** Assume-se que a taxa de juro do crédito à habitação reage de acordo com a taxa de juro de referência do BCE.

Fonte: BPI Research.

3. Outros estudos corroboram que a propensão para o consumo antes de um aumento da riqueza em Espanha é limitada. Ver, por exemplo, Banco de Espanha (2005), «Efectos de la riqueza inmobiliaria sobre el consumo: resultado a partir de la Encuesta Financiera de las Familias».

4. Outra explicação possível seria que, em Espanha, ao contrário dos EUA, não é normal utilizar a habitação como garantia para financiar o crédito ao consumo.

5. Para uma análise da relação entre o crescimento do PIB e o emprego, consultar o Focus "Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos" na IM07 / 18.

Novo impulso do setor das exportações

O setor das exportações é um dos principais atores da recuperação da economia espanhola. Dois números ilustram muito bem esta situação: entre 2009 e 2017, as exportações de bens e serviços aumentaram de 22,7% do PIB para 34,5% do PIB, e o número de empresas que exportam regularmente aumentou cerca de 50%.

No entanto, nos últimos trimestres, o impulso que o setor das exportações está a prestar à economia espanhola parece ter perdido força: as exportações de bens e serviços passaram de um crescimento de 4,7% entre 2013 e 2017 para 2,3% no 2T 2018. Parte desta desaceleração pode ser atribuída ao menor impulso da economia global e, em particular, à desaceleração dos seus principais parceiros comerciais, os países da Zona Euro. Apesar desta situação difícil, o número de empresas espanholas que abordam o exterior na procura de novos mercados continua a aumentar.

Como é possível verificar no primeiro gráfico, o forte aumento do número total de empresas exportadoras observado desde o início da crise foi acompanhado por uma recuperação significativa das empresas que exportam regularmente.¹ Não é uma situação trivial. O mercado internacional é muito competitivo, sendo que os primeiros anos durante o processo de internacionalização de uma empresa são fundamentais: apenas as empresas que os conseguem ultrapassar e que conseguem sobreviver são capazes de permanecer no mercado internacional.

Analisando com maior profundidade a evolução recente das empresas espanholas que dão o salto para o mercado internacional, destacam-se dois elementos, um negativo e outro de esperança. O elemento menos favorável é que a proporção de novas empresas de exportação que conseguiram entrar no mercado internacional tem vindo a decrescer ligeiramente nos últimos anos. Especificamente, a taxa de sobrevivência das novas empresas de exportações surpreendeu favoravelmente entre 2009 e 2014, pois o forte crescimento das novas empresas que exportam foi acompanhado por um aumento da sua taxa de sobrevivência, que passou dos 11% registados em média, nos anos anteriores à crise para 14% em 2014.² No entanto, nos últimos anos, a taxa tem vindo a diminuir até se situar em 9,2% em 2017.

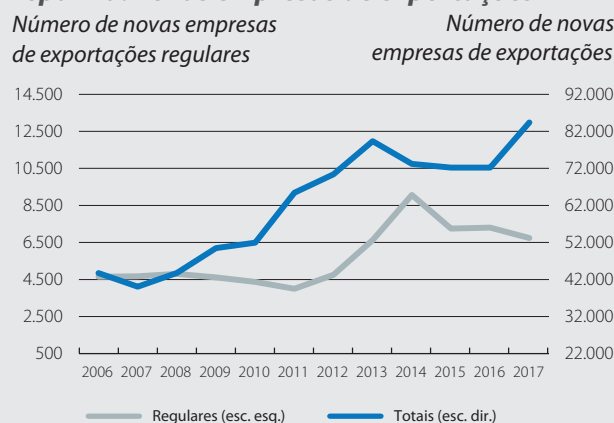
1. São consideradas empresas de exportações regulares, aquelas empresas que exportam durante quatro anos consecutivos.

2. A taxa de sobrevivência é definida como a proporção de novas empresas regulares no ano t em relação ao número total de novas empresas de exportações no ano $t-3$.

3. Embora não tenhamos dados diretos sobre a taxa de sobrevivência das empresas por destino das exportações, a proporção de empresas regulares (ou seja, a fração de empresas que estão há quatro anos consecutivos a exportar sobre o total de empresas de exportações há três anos) aponta nessa direção.

O segundo elemento de destaque é o aumento significativo no número de novas empresas de exportação observado em 2017. Especificamente, passou de 72.000 novas empresas de exportadoras em 2016 para mais de 82.000 em 2017, um aumento de 14%, semelhante ao observado entre 2010 e 2014, mas desta vez a partir de níveis significativamente mais elevados. Assim, se a taxa de sobrevivência permanecer nos níveis atuais, o número de novas empresas de exportações regulares poderia ultrapassar as 8.500 nos próximos anos e, assim, estabelecer um novo recorde histórico. No entanto, existe um elemento ao qual devemos permanecer atentos. Especificamente, pode-se observar que a maior parte do crescimento das novas empresas de exportadoras está concentrada em países da América Latina, região em que, de forma geral, a taxa de sobrevivência tem sido relativamente menor.³ Em contraste, nos países da UE onde a taxa de sobrevivência é geralmente maior, o número de novas empresas de exportações caiu ligeiramente.

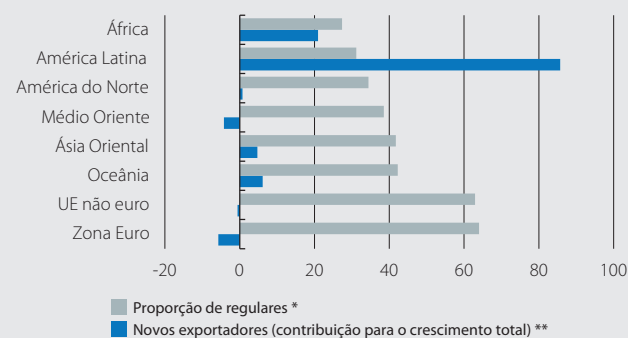
Espanha: novas empresas de exportações



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

Espanha: novos exportadores e exportadores regulares por destino geográfico

Período 2015-2017 (%)



Nota: * Fração de empresas que estão há quatro anos consecutivos a exportar sobre o total de empresas de exportações há três anos (dado referente a 2017). ** Variação do número de empresas de exportações para cada destino relativamente à variação total do número de empresas entre 2015 e 2017.

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

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	08/18	09/18	10/18
Indústria								
Índice de produção industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	...	1,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	2,8	1,2	-2,6	-3,5	-3,0	-1,5
PMI das indústrias (valor)	53,2	54,8	55,3	53,7	52,4	53,0	51,4	...
Construção								
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	28,1	...	26,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	13,8	15,0	15,2	...	13,0	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	2,7	3,8	...	-	-	-
Serviços								
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	8,2	5,3	...	1,7	...	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	52,7	52,5	...
Consumo								
Vendas comércio a retalho	3,8	0,9	1,8	0,0	-0,4	0,1	-0,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	48,7	-17,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-0,6	0,5	-3,3	-2,5	-8,0	-7,5
Mercado de trabalho								
População empregada ¹	2,7	2,6	2,4	2,8	2,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	19,6	17,2	16,7	15,3	14,6	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	2,9	2,9	...
PIB	3,2	3,0	2,8	2,5	2,5	-	-	-

Preços

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Inflação geral	-0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	2,2	2,3	2,3
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8	0,8	...

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	08/18	09/18	10/18
Depósitos								
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	2,5	3,0	3,3	2,9	3,4	...
À vista e poupança	16,0	17,6	12,2	11,0	10,2	9,9	10,4	...
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-23,1	-20,8	-18,9	-19,3	-18,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-14,2	-8,7	16,7	17,6	10,4	8,6	10,1	...
TOTAL	1,2	1,9	3,2	3,8	3,7	3,2	3,8	-
Saldo vivo de crédito								
Setor privado	-3,6	-2,2	-2,2	-2,8	-2,4	-2,6	-2,1	...
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-4,4	-6,4	-5,6	-5,9	-5,2	...
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,4	-2,0	-1,7	-1,7	-1,7	...
Famílias - outros fins	2,0	3,7	4,9	5,0	5,1	4,0	6,0	...
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-12,5	-9,4	-8,9	-9,8	-7,9	...
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,9	-3,2	-2,8	-3,1	-2,5	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	9,1	7,8	6,8	6,4	6,2	6,3	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.

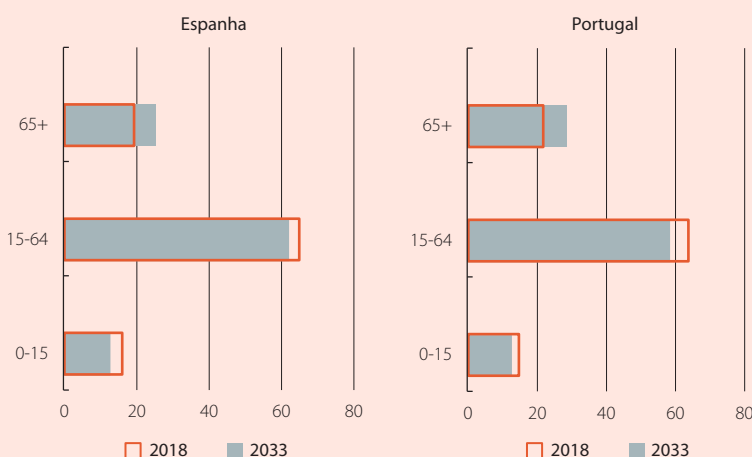
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e de Impostos Especiais espanhol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

O envelhecimento da população e o seu impacto macroeconómico

De acordo com um estudo publicado recentemente na revista médica *The Lancet*,¹ 59 países terão uma esperança média de vida de 80 anos em 2040, incluindo Espanha e Portugal. A esperança média de vida dos espanhóis será a mais alta do mundo e atingirá os 85,8 anos, ultrapassando a dos japoneses (85,7 anos). Uma primeira posição que os autores do artigo atribuem à dieta mediterrânica. Em Portugal, a expectativa de vida será ligeiramente menor (82,0 anos), mas também deverá aumentar substancialmente (mais de 3,5 anos) nas próximas décadas.

Distribuição da população por faixas etárias, 2018 e 2033

(% em comparação com o total)



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

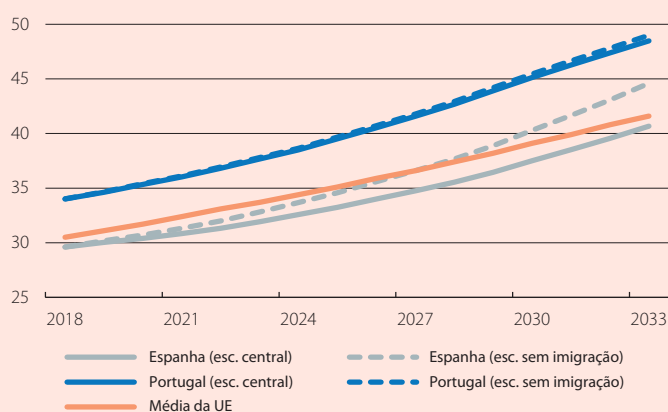
O aumento da expectativa de vida é uma excelente notícia, pois é uma das grandes conquistas da nossa sociedade, mas devemos estar cientes de que a mesma pode ter consequências económicas de grande dimensão. Uma das razões é que, na grande maioria dos países, o aumento da expectativa de vida não será acompanhado por um aumento da taxa de natalidade que permita atenuar o envelhecimento da população. Assim, nos próximos 15 anos, o peso da população idosa irá aumentar significativamente, enquanto o da população em idade ativa permanecerá constante, ou até diminuirá. O envelhecimento populacional é um fenómeno de longo alcance: a mudança no peso de cada faixa etária, tanto absoluta como relativa, pode ter extensas repercussões no crescimento económico, especialmente se os comportamentos de cada faixa etária não estiverem em linha com as novas dinâmicas demográficas.

O principal fator que, num contexto de envelhecimento da população, pode prejudicar o nível de produção de uma economia é a redução da mão-de-obra. Se não ocorrerem mudanças significativas nas taxas de emprego da população idosa, a descida no número de pessoas em idade ativa irá reduzir a mão-de-obra agregada e, conseqüentemente, o PIB total da economia. Além disso, na medida em que a poupança negativa da população em idades mais avançadas pode chegar a ultrapassar a poupança daqueles que ainda não se reformaram, o *stock* de capital da economia também poderia diminuir.² Por outro lado, o envelhecimento aumenta a proporção de reformados face ao número de trabalhadores, provocando desequilíbrios nos cálculos atuariais num regime de pensões por repartição existente nas nossas economias. Assim, o referencial teórico sugere que o envelhecimento poderia reduzir tanto o bem-estar individual (PIB *per capita*) como o agregado do país (PIB total) e, além disso, poderia ter impactos relevantes para a sustentabilidade da dívida pública e do sistema de pensões.

É importante esclarecer que as consequências económicas do envelhecimento também vão depender do facto de o comportamento de cada faixa etária mudar em resultado da mudança da estrutura demográfica e de uma esperança de vida mais longa.³ Em primeiro lugar, é possível que as pessoas decidam trabalhar mais, seja aumentando a sua participação no mercado de trabalho e no número de horas trabalhadas, ou ampliando a sua vida ativa, tirando partido das vantagens de ter uma maior esperança de vida e de uma melhor saúde por mais anos.

Taxa de dependência *

(%)



Nota: * A taxa de dependência corresponde à proporção da população com mais de 65 anos em relação àquela em idade ativa, entre os 16 e 64 anos de idade.

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

1. Consultar [https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736\(18\)31694-5/fulltext](https://www.thelancet.com/journals/lancet/article/PIIS0140-6736(18)31694-5/fulltext).

2. Ver Cutler, D. M. et al. (1990), «An Aging Society: Opportunity or Challenge?», Brookings Papers on Economic Activity, n.º 1.

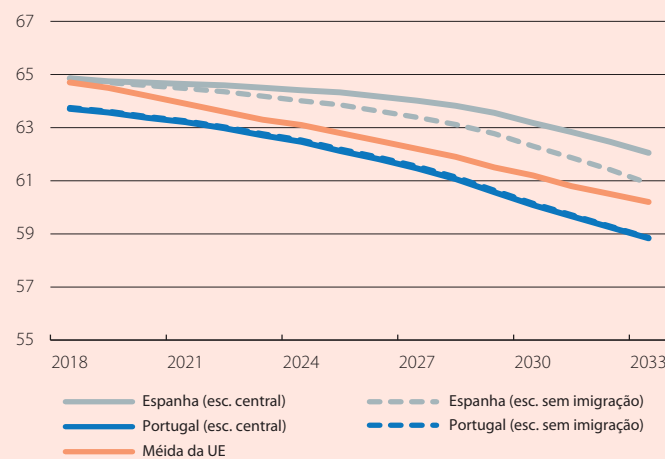
3. Ver Bloom, D., Canning, D. e Fink, G. (2011), «Implications of Population Aging for Economic Growth», NBER Working Paper n.º 16705.

Da mesma forma, os trabalhadores podem tomar a decisão de poupar mais para que possam gozar de um período mais longo de inatividade.⁴ Finalmente, se forem implementadas políticas apropriadas em educação e formação, o investimento em capital humano pode aumentar para que a produtividade da mão-de-obra da população seja maior.

Assim, o impacto económico agregado do envelhecimento populacional é uma questão eminentemente empírica. O que é que nos proporcionam estes dados? A evidência até hoje indica, de facto, um menor crescimento económico como resultado do envelhecimento da população.⁵ Segundo Aksoy *et al.* (2018),⁶ a diminuição da população em idade ativa reduzirá significativamente o crescimento nos países da OCDE entre 2015 e 2025. Em média, estimam uma redução da taxa de crescimento potencial de 0,64 p. p., o que é elevado. Da mesma forma, o crescimento do PIB *per capita* diminuirá: segundo as estimativas da OCDE,⁷ o crescimento potencial do PIB *per capita* diminuirá 0,25 p. p. na década de 2030. Convém salientar que o impacto não ocorreria apenas por causa de um menor crescimento da mão-de-obra, mas também devido à redução da produtividade do trabalho associada ao envelhecimento. Maestas *et al.* (2016),⁸ por exemplo, estimam que dois terços da redução do crescimento nos EUA será devido à menor produtividade do trabalho.

População em idade ativa

(% da população total)



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

Qual será o impacto económico derivado do envelhecimento da população para Espanha e Portugal nos próximos 15 anos?

Primeiro, devemos analisar os possíveis cenários de envelhecimento populacional nos dois países. Num horizonte de 10 a 15 anos, as mudanças na população em idade ativa não serão muito influenciadas pelas mudanças na taxa de natalidade ou mortalidade. Assim, é possível prever com uma certa precisão a população em idade ativa para os próximos anos, com exceção dos fluxos migratórios, cuja natureza é muito mais volátil, pois dependem tanto das condições económicas da sua origem e destino, como das circunstâncias familiares ou crises humanitárias.⁹

As projeções demográficas do INE de Espanha e Portugal, que extrapolam a estrutura demográfica e as tendências recentes, mostram as mudanças na estrutura populacional dos dois países. Em Espanha, a população com mais de 65 anos passará de 9 milhões em 2018 para 12,4 em 2033, enquanto a população em idade ativa permanecerá em torno dos 30,3 milhões. Em Portugal, a faixa etária com mais de 65 anos aumentará de 2,2 para 2,8 milhões, enquanto a população em idade ativa diminuirá de 6,5 para 5,8 milhões. Desta forma, a taxa de dependência – a proporção da população com mais de 65 anos em relação à população em idade ativa – aumentará consideravelmente de 2018 para 2033 tanto em Espanha (de 29,6% para 40,7%) como em Portugal (de 34% para 48,5%).

Estas projeções assumem fluxos migratórios positivos, em média entre 2018 a 2033, de cerca de 220.000 entradas líquidas anuais para o caso de Espanha¹⁰ e de cerca de 14.000 para Portugal. A taxa de dependência seria ainda maior se os fluxos migratórios fossem nulos, atingindo 44,6% em Espanha e 49% em Portugal em 2033. Assim, é importante ressaltar que os fluxos migratórios atrasam a velocidade do processo de envelhecimento (especialmente se forem fluxos significativos como os que são projetados para Espanha), mas não neutralizam completamente o envelhecimento da população. Para manter a atual taxa de dependência em 2033, seria necessária uma entrada líquida de imigrantes em idade ativa durante o período de 2018-2035, de mais de 11,4 milhões em Espanha (750.000 por ano) e 2,6 milhões em Portugal (175.000 por ano), números extraordinariamente elevados.

4. No seguinte artigo deste Dossier, «O ciclo demográfico da poupança e as taxas de juro», são analisados em pormenor os efeitos do envelhecimento na oferta de poupança global.

5. Isto não implica que a produtividade da economia não possa aumentar por causa de outros fatores, como as mudanças tecnológicas, que consigam neutralizar, pelo menos em parte, os efeitos do envelhecimento.

6. Ver Aksoy, Y. *et al.* (2018), «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», American Economic Journal: Macroeconomics.

7. OCDE (2018), «The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060», OECD Economic Policy Papers n.º 22.

8. Ver Maestas, N., Mullen, K. e Powell, D. (2016), «The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity», RAND Working Paper 1063.

9. OCDE (2018), «Can we anticipate future migration flows?», Migration Policy Debates n.º 16.

10. Nas suas projeções demográficas para 2018-2068, o INE de Espanha alterou a metodologia para projetar os fluxos migratórios, deixando de assumir fluxos constantes durante este período para projetar tanto a tendência recente (2018-2022) como a dinâmica para um objetivo de imigração em 2033.

Contribuição da variação da mão-de-obra para o crescimento económico, histórico e cenários futuros (%)

	Taxa de emprego	Fluxos migratórios	Variação da mão-de-obra	Variação da população	Contribuição para o crescimento do PIB	Contribuição para o crescimento do PIB per capita
Espanha						
2000-2016			1,2	0,8	0,5	0,3
Cenário 1 (2018-2033)	Constante	Nulos	-0,6	-0,4	-0,4	-0,2
Cenário 2 (2018-2033)	Constante	Positivos	0,0	0,5	0,0	-0,3
Cenário 3 (2018-2033)	Aumenta	Nulos	-0,1	-0,4	0,0	0,2
Cenário 4 (2018-2033)	Aumenta	Positivos	0,7	0,5	0,4	0,1
Portugal						
2000-2016			-0,1	0,0	-0,3	-0,1
Cenário 1 (2018-2033)	Constante	Nulos	-0,9	-0,4	-0,5	-0,3
Cenário 2 (2018-2033)	Constante	Positivos	-0,7	-0,2	-0,4	-0,3
Cenário 3 (2018-2033)	Aumenta	Nulos	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1
Cenário 4 (2018-2033)	Aumenta	Positivos	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1

Nota: Contribuição da variação da força de trabalho para o crescimento económico no quadro da contabilidade do crescimento assumindo a mesma labour share que em 2000-2016. O aumento da taxa de emprego previsto consiste no cenário central do «2018 Ageing Report». A composição da mão-de-obra por idades corresponde ao cenário central e aos fluxos migratórios nulos do INE de Espanha e do INE de Portugal.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha, do INE de Portugal, do «2018 Ageing Report» (Comissão Europeia) e do The Conference Board.

Para analisar o impacto económico da mudança na estrutura populacional para os próximos 15 anos, utilizamos um modelo simples de contabilidade do crescimento a longo prazo para elaborar vários cenários que considerem a variação da mão-de-obra com e sem imigração, bem como as mudanças previstas no comportamento no mercado de trabalho.¹¹ No período entre 2000 e 2016, o aumento da mão-de-obra contribuiu positivamente em 0,5 p. p. para o crescimento médio anual de Espanha (que foi de 1,7% anual) e negativamente em 0,3 p. p. para Portugal (0,5% anual). Considerando um cenário em que a taxa de emprego não irá aumentar e não existem fluxos migratórios, a variação da mão-de-obra em Espanha passaria de contribuir +0,5 p. p. para o crescimento do PIB para uma redução de 0,4 p. p. entre 2018 e 2033. Por outro lado, num cenário mais plausível, no qual entram os fluxos migratórios previstos e onde as mudanças no comportamento de cada geração fazem aumentar a taxa de emprego, a variação da força de trabalho teria uma contribuição positiva de +0,4 p. p., uma dimensão relativamente limitada e muito semelhante à verificada nos últimos anos. No caso de Portugal, a contribuição continuaria a ser negativa tanto por causa do maior envelhecimento da população ativa, como devido à previsão de um saldo migratório menos favorável.

Em termos de PIB *per capita*, no período 2000-2016 em Espanha,¹² o aumento da mão-de-obra foi maior do que o da população total, contribuindo com 0,3 p. p. para um crescimento médio de 1,1% anual no PIB *per capita*. Entre 2018 e 2033, num cenário em que a taxa de emprego não aumenta e não existem fluxos migratórios, a mão-de-obra diminuiria mais do que a população e o PIB *per capita* reduziria 0,2 p. p. Por outro lado, considerando um cenário com os fluxos migratórios e aumentos previstos para a taxa de emprego, a contribuição seria positiva, embora pequena (0,1 p. p.), e ligeiramente menor do que a observada nos últimos anos.

Em suma, estes cenários mostram como o maior peso das faixas etárias mais elevadas poderia ter um impacto negativo no crescimento económico agregado num horizonte de 10 a 15 anos, mas também como, tomando as medidas apropriadas, este efeito poderia ser mais atenuado. Desta forma justifica-se a importância de que ocorram mudanças comportamentais na sociedade, como uma mentalidade mais propensa a aproveitar as grandes oportunidades oferecidas pela maior longevidade. Neste sentido, o papel das instituições públicas e privadas parece fundamental: as primeiras podem promover políticas que, por exemplo, flexibilizem a idade de reforma, enquanto as últimas devem aproveitar ao máximo o talento dos seus empregados mais antigos e experientes.

11. Utilizamos as mudanças previstas no «2018 Ageing Report», que preveem que a taxa de emprego da população em idade ativa aumentará dos atuais 61,3% para 67,4% em 2033 em Espanha, e de 66,5% para 70,0% em Portugal. Estes aumentos seriam resultantes tanto dos aumentos esperados na taxa de participação, particularmente na faixa etária de 55-64 anos, como dos atrasos na idade de reforma em mais de dois anos.

12. Em Portugal, durante o período 2000-2016, a mão-de-obra contribuiu negativamente para o PIB per capita em -0,1 p. p. do crescimento médio do PIB per capita de 0,7% anual. Entre 2018 e 2033, num cenário em que a taxa de emprego não aumenta e não existem fluxos migratórios, o PIB per capita reduziria -0,3 p. p. Num cenário com os fluxos migratórios e aumentos previstos para a taxa de emprego, a contribuição seria negativa, de -0,1 p. p., semelhante à observada no período anterior.

O ciclo demográfico da poupança e as taxas de juro

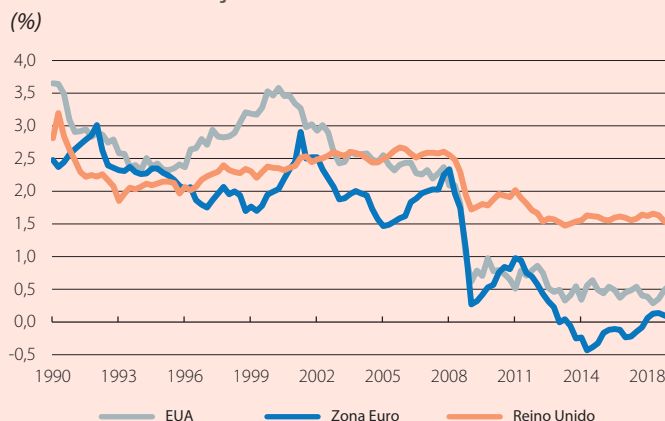
Desde a crise financeira global de 2007-2008, as taxas de juro situaram-se em mínimos históricos em muitas economias avançadas e, nalguns casos, perto de 0%, ou mesmo em terreno negativo. Estes mínimos ocorreram num contexto caracterizado por políticas monetárias muito acomodatórias, mas não é certo que sejam exclusivamente estas políticas a razão que está por trás de taxas de juro baixas. Como é possível observar no primeiro gráfico, se ampliarmos o horizonte de tempo, vemos que a descida das taxas de juro é um fenómeno que tem vindo a ocorrer há mais de duas décadas, sugerindo que existem outras forças latentes por trás desta diminuição. Uma delas é a demografia e, mais especificamente, o envelhecimento da população, um processo que afeta de forma geral a esmagadora maioria das economias do mundo (com dimensões e velocidades diferentes) e que provavelmente irá manter uma pressão contida nas taxas de juro para os próximos anos.¹

O envelhecimento da população oferece uma explicação natural dado que, como poderemos ver, é um fenómeno com consequências importantes na poupança das famílias. De acordo com a teoria do ciclo de vida desenvolvida, entre outros, pelos vencedores do Prémio Nobel da Economia Franco Modigliani e Milton Friedman, os padrões de poupança variam ao longo da vida com uma forma de U invertido: a teoria sugere que os que menos poupam são os jovens e os idosos, e os que mais, as pessoas de meia-idade. O principal motivo deste padrão é o desejo de manter uma qualidade de vida relativamente estável ao longo do tempo. Para a conseguir, as pessoas precisam de poupar durante aquelas idades em que recebem uma maior remuneração e utilizar estes recursos para melhorar a sua qualidade de vida do que naquelas idades onde o fluxo de rendimentos é menor (normalmente, durante a juventude e a velhice).

As previsões da teoria do ciclo de vida são observadas claramente quando analisamos os dados das famílias norte-americanas. Como é possível observar no segundo e no terceiro gráfico, o rendimento disponível das famílias aumenta entre os 25 e 64 anos e diminui a partir daí, com uma dinâmica muito semelhante à apresentada pela taxa de poupança: é menor entre os jovens e reformados (a taxa entre estas faixas etárias é, inclusivamente, negativa com os dados que temos para os anos de 2013-2017)² e maior entre a população de 25 a 64 anos. Dynan *et al.* (2009)³ corroboram este perfil da taxa de poupança na forma de um U invertido com uma análise empírica mais detalhada para o período de 1983-2007 nos EUA e, na mesma linha, um estudo do Banco Mundial sugere que é observado um padrão semelhante noutros países avançados, como a Alemanha, o Canadá e o Reino Unido.⁴ No entanto, noutras economias, como a Itália e o Japão, os dados refletem um aumento das taxas de poupança ao longo da vida, mesmo para os maiores de 65 anos, sendo que este também parece ser o caso de Espanha.⁵ Esta dinâmica contraria a teoria do ciclo de vida. No entanto, o Banco da Inglaterra⁶ sugere que a observação de um aumento nas taxas de poupança após os 65 anos pode-se dever às dificuldades estatísticas ao nível de uma medição correta dos rendimentos dos reformados.

Além do comportamento de cada família, a análise do impacto do envelhecimento sobre a poupança agregada de uma economia exige uma diferenciação das diversas dinâmicas demográficas que estão por trás deste envelhecimento: o aumento da esperança de vida, a redução da fertilidade e a transição da geração do *baby boom* ao longo da pirâmide demográfica.

Taxas de juro a curto prazo nas principais economias avançadas



Nota: Taxas de juro naturais estimadas pela Holston, K. et al. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», FRBSF Working Paper.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de São Francisco.

1. Outras forças responsáveis seriam a maior aversão ao risco ou a preferência por ativos seguros, um menor crescimento da produtividade, o aumento da desigualdade e mudanças estruturais na economia em direção a um maior peso de setores menos intensivos em capital. Para mais informação sobre estas forças e as suas implicações para o desenho da política monetária, ver o Focus «Qual é a nova taxa de juro de equilíbrio?» na IM09/2017 e «A luta pela política monetária do futuro» na IM10/2017.

2. Ou seja, devido ao facto da taxa de poupança ser negativa, estes grupos têm um consumo superior aos rendimentos que recebem.

3. Dynan, K. *et al.* (2009), «The Effects of Population Aging on the Relationship among Aggregate Consumption, Saving, and Income», American Economic Review, vol. 99, n.º 2.

4. Banco Mundial (2007), «From Red to Gray».

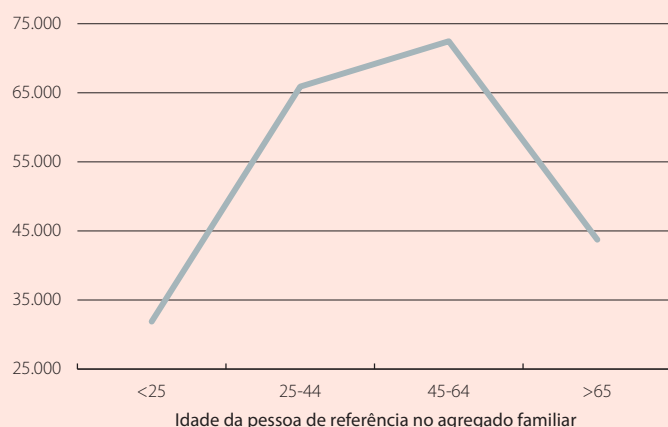
5. BBVA Research (2010), Determinantes microeconómicos da poupança: uma análise estática, quadro 1 em «Espanha: situação consumo».

6. Banco da Inglaterra (2002), «Ageing and the UK economy».

Em primeiro lugar, o aumento da esperança de vida faria com que, na ausência de mudanças na idade de reforma, as famílias deveriam distribuir os recursos económicos que acumulam durante a sua vida profissional ao longo de uma vida mais longa. Perante esta situação, podemos encontrar dois tipos de comportamento. Algumas famílias irão antecipar este problema de distribuição de recursos e vão reagir com taxas de poupança mais elevadas, que compensem a maior longevidade e permitam manter um perfil de consumo relativamente estável. No entanto, outras famílias podem ser menos perspicazes e não ajustar a sua taxa de poupança, o que levará a dispor de menos recursos quando se reformarem. Ambos os comportamentos têm consequências diferentes: os primeiros criam um aumento na poupança agregada que contrai as taxas de juro; os segundos reduzem a poupança *per capita* e aumentam as taxas de juro.

Em segundo lugar, a redução da taxa de natalidade altera as necessidades de poupança e investimento de maneiras diferentes. Por um lado, acarreta um crescimento populacional mais baixo, traduzindo-se num menor crescimento do PIB⁷ e, portanto, da procura de investimento, pressionando negativamente as taxas de juro.⁸ Por outro lado, a menor taxa de natalidade também provoca um aumento na proporção da população com idades mais avançadas, um segmento populacional com menores taxas de poupança, mas com um maior volume de capital (resultado da poupança acumulada ao longo da sua vida profissional). Desta forma, encontramos duas forças opostas: por um lado, um menor fluxo de poupança que pressiona as taxas de juro e, por outro, um aumento da população com um maior volume acumulado de poupança (com a consequente abundância relativa de capital que retém a pressão ascendente sobre as taxas de juro causada pelo menor fluxo de poupança).

EUA: rendimento das famílias por idades (Dólares)



Nota: Média de 2017.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do American Community Survey.

EUA, Espanha e Portugal.⁹ Os resultados deste exercício, apresentados no quarto gráfico, sugerem que as mudanças na composição da pirâmide populacional tenderiam (na ausência de outras dinâmicas) a reduzir as taxas de poupança agregadas no período de 2018-2030 em cerca de 20% nos EUA, Espanha e Portugal (ou seja 1,5 p. p., 1,1 p. p. e 0,8 p. p., respetivamente). A razão é que a faixa etária de pessoas com mais de 65 anos vai aumentar nas três economias, enquanto a proporção representada pelos grupos com maiores taxas de poupança diminui.

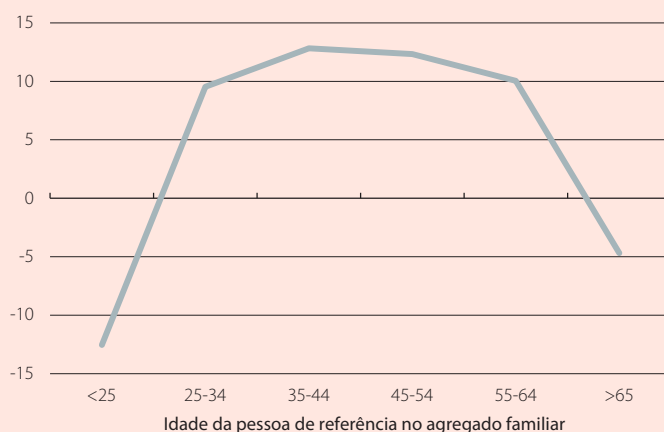
7. Ver o artigo «O envelhecimento da população e o seu impacto macroeconómico» neste mesmo Dossier.

8. À medida que o capital acumulado desvaloriza lentamente, a oferta de investimento, que também diminui, fá-lo de forma mais gradual, de modo que as taxas de juro sofrem pressões negativas.

9. Para Espanha e Portugal, assumimos uma relação entre a taxa de poupança e a idade na forma de U inverso e proporcional à dos EUA.

EUA: taxa de poupança das famílias por idades

Fração do rendimento disponível das famílias (%)



Nota: Média do período 2013-2017.

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

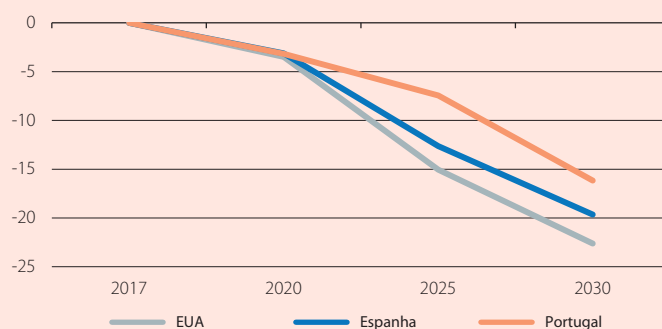
Em último lugar, na maior parte das economias avançadas, a geração do *baby boom*, nascida principalmente entre meados dos anos 40 e início dos anos 60 (entre 1950 e 1970 no caso de Espanha), está a causar mudanças na composição da pirâmide demográfica. Assim, a base inicialmente ampliada de estudantes e jovens trabalhadores caminha atualmente para a reforma, dando lugar a uma percentagem relativamente elevada da população com significativas poupanças acumuladas, mas que em breve vai começar a reduzir as suas taxas de poupança.

Qual é o efeito líquido na poupança? Tendo em conta os diferentes mecanismos, Dynan *et al.* (2009) estimam que nos EUA a dinâmica demográfica teria causado um aumento de 1,9 p. p. na taxa de poupança agregada entre 1980 e 2000, embora projetem que possa reduzir 0,9 p. p. entre os anos de 2000 e 2020. Se estabelecermos as taxas de poupança por faixa etária em 2017 como referência, podemos efetuar um exercício semelhante com projeções demográficas até 2030 para os

Além da evolução das taxas de poupança, para quantificar o impacto líquido sobre as taxas de juro, é necessária a análise do impacto sobre o volume agregado de poupança e investimento. Neste sentido, os principais estudos sugerem que o envelhecimento da população pode explicar uma parte substancial do declínio das taxas de juro nas últimas décadas. Por exemplo, Gagnon *et al.* (2016)¹⁰ estimam que as dinâmicas demográficas dos EUA podem explicar, por si só, uma redução de 125 p. b. das taxas de juro norte-americanas a curto prazo entre 1980 e os dias de hoje (o que, como reflete o primeiro gráfico representa uma fração significativa da redução total observada), principalmente devido à redução da natalidade e à acumulação de parte do capital da geração do *baby boom*. Na mesma ordem de ideias, a análise de Carvalho *et al.* (2017)¹¹ sugere que o aumento da esperança de vida e a diminuição do crescimento da população poderia explicar uma redução de cerca de 200 p. b. das taxas de juro a curto prazo nos EUA desde 1990 (embora o seu modelo sugira que a esperança de vida é o mecanismo dominante). Finalmente, de acordo com Lisack *et al.* (2017),¹² o envelhecimento da população teria ajudado a reduzir a taxa de juro global a curto prazo em 150 p. b. desde 1980. Além disso, estes três estudos preveem que as dinâmicas demográficas vão manter uma pressão descendente sobre as taxas de juro nas próximas décadas, principalmente devido ao aumento da esperança de vida, assumindo que resultam num aumento da poupança das famílias, e pelo facto de que o envelhecimento da população vai aumentar o peso daqueles grupos com mais capital acumulado.

Taxa de poupança: impacto da demografia

Desvio acumulado em 2017 (%) *



Nota: * São determinadas como referência as taxas de poupança por faixas etárias com os níveis de 2017 e, mediante as mesmas, é projetada a mudança na taxa de poupança nacional produzida pela demografia (através da mudança nos pesos populacionais de cada faixa etária). Para Espanha e Portugal, os mesmos perfis de poupança são assumidos de acordo com a idade que os dados mostram para os EUA (ajustado pelos diferentes níveis de taxas de poupança nacionais).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Labor Statistics, das Nações Unidas, do INE de Espanha e do INE de Portugal.

Uma das limitações a todas as estimativas anteriores é que analisam o impacto do envelhecimento a partir de uma perspetiva de economia fechada: ou seja, sem considerar que a pirâmide populacional do resto do mundo também evolui e que pode criar fluxos de capital entre as diversas regiões. Neste sentido, a análise de Krueger e Ludwig (2007)¹³ sugere que considerar a possibilidade destes fluxos internacionais não afeta de forma substancial as estimativas, pelo menos para os EUA (os seus resultados, em linha com os estudos anteriores referidos, também sugerem a manutenção de pressões de baixa sobre as taxas de juro devido à demografia). No entanto, desde o Banco de Pagamentos Internacionais, Goodhart e Pradhan (2017)¹⁴ argumentam que a transição demográfica na China terá implicações importantes a nível mundial, ao reduzir a sua elevada poupança e colocar uma pressão ascendente sobre as taxas de juro. Além disso, ao contrário dos estudos anteriores, os autores preveem que a demografia impulsionará as taxas de juro para os próximos anos por duas razões (além do «fator China»): por um lado, consideram que o aumento da esperança de vida não vai aumentar de forma significativa a poupança, enquanto, por outro lado, alegam que a pressão ascendente proveniente de um fluxo de poupança menor (devido ao aumento do número de reformados com taxas de poupança mais baixas) vai compensar largamente as pressões negativas do elevado capital acumulado destes mesmos reformados ao longo da sua vida ativa.

Em conclusão, a evidência disponível sugere que, além da evolução cíclica da política monetária (que nos próximos anos deverá aumentar as taxas de juros), a demografia vai continuar a ser uma variável fundamental para compreender a evolução das taxas de juro a médio e longo prazo.

10. Gagnon, E. *et al.* (2016), «Understanding the New Normal: the Role of Demographics», Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System.

11. Carvalho, C. *et al.* (2017), «Demographic Transition and Low U.S. Interest Rates», Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter.

12. Lisack, N. *et al.* (2017), «Demographic trends and real interest rate», Bank of England Staff Working Papers.

13. Krueger, D. e Ludwig, A. (2007), «On the Consequences of Demographic Change for Rates of Returns to Capital, and the Distribution of Wealth and Welfare», Journal of Monetary Economics.

14. Goodhart, C. e Pradhan, M. (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Paper.

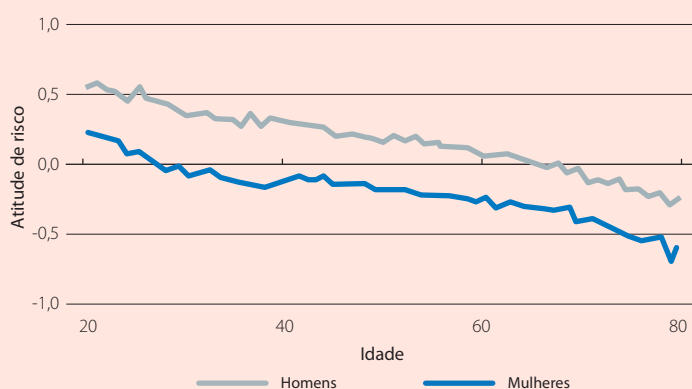
Os desafios do envelhecimento: uma nova sociedade, uma nova economia

Graças aos avanços médicos e à melhoria da qualidade de vida, a frase de Quevedo «todos queremos chegar à velhice, mas todos negamos ter chegado» pode ser aplicada a um maior número de leitores e leitoras, num momento dado. De facto, o envelhecimento da população nas sociedades avançadas é um fenómeno silencioso e incontável que, sem dúvida, terá impacto sobre as variáveis macroeconómicas e financeiras... e não só. O envelhecimento terá um impacto muito mais extenso e transversal que moldará o tipo de sociedade em que viveremos e representará uma série de desafios inegáveis a nível económico e social. Neste artigo, vamos debruçar-nos sobre esta e outras questões, analisando o impacto do envelhecimento na sociedade, o tipo de economia que vamos tratar e os principais desafios que enfrentaremos em termos intergeracionais.

Vamos começar com a esfera social, uma dimensão cada vez mais presente entre os economistas, devido às importantes interações entre a sociedade e a economia. Uma das questões mais importantes a ser resolvida é como as preferências da sociedade irão mudar devido ao maior peso relativo das gerações com maior longevidade. Ora bem, num artigo recente, um grupo de economistas¹ analisou a atitude face ao risco de um grupo de cidadãos alemães e holandeses ao longo do seu ciclo de vida. A conclusão do estudo foi inequívoca: à medida que envelhecemos, corremos menos riscos. Em particular, um aumento de 10 anos na média de idades da sociedade reduz a tomada de riscos de forma substancial para um nível que corresponderia a uma redução de 2,5% no investimento em rendimento variável ou de 6% no número de pessoas que trabalham por conta própria. Isto implica que as sociedades mais envelhecidas serão possivelmente mais adversas ao risco, o que pode resultar num impacto infinito sobre o comportamento económico, político e social das pessoas. Assim, por exemplo, os economistas da Universidade de Chicago Lubos Pastor e Pietro Veronesi² documentaram que o apoio a partidos populistas é significativamente maior entre os eleitores que são mais avessos ao risco, dado que os mesmos tomam decisões financeiras e de consumo mais seguras e, portanto, menos sensíveis à incerteza política e económica.

Impacto do envelhecimento sobre o risco

Predisposição face ao risco (nível)



Nota: A predisposição face ao risco mede-se a partir de um inquérito e o seu valor médio foi padronizado a 0. Valores mais baixos correspondem a uma menor predisposição ao risco. Dados do painel correspondentes cidadãos alemães.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Dohmen et al. (2017), «Risk attitudes across the life course», *The Economic Journal*.

Uma sociedade menos favorável ao risco também pode condicionar significativamente a velocidade do processo de mudança tecnológica que estamos a viver. Assim, por exemplo, foi documentado que um peso maior dos trabalhadores com idade entre 50 e 59 anos contrai a inovação medida pelo número total de patentes.³ No entanto, convém salientar que o efeito líquido do envelhecimento na inovação e na tecnologia ainda está em discussão. Por exemplo, o economista do MIT, Daron Acemoglu, mostrou que no setor industrial os robôs são substitutos muito melhores para trabalhos efetuados por pessoas de meia-idade do que aqueles efetuados pelos idosos. A partir destes dados, Acemoglu comprovou que nas sociedades mais envelhecidas – e, portanto, com uma maior escassez relativa de trabalhadores de meia-idade – são utilizados mais robôs por trabalhador.⁴ Desta forma, sociedades mais envelhecidas como a Alemanha, a Coreia do Sul ou o Japão possuem uma maior procura de robôs industriais do que as sociedades mais jovens, como os

EUA ou o Reino Unido, e, de facto, a lacuna pode incrementar com o aumento das necessidades de automatização no setor da saúde em sociedades envelhecidas.

Em termos de padrões de consumo e do tipo de economia que será configurada, o envelhecimento da sociedade também terá um impacto significativo. A principal característica da «economia prateada» – um termo que designa a economia de pessoas com mais de 50 anos – é a expansão do setor dos serviços incentivada por maiores necessidades na área da saúde e também previsivelmente por um aumento do turismo e das atividades culturais numa sociedade que terá que lidar com o problema da solidão

1. Ver Dohmen et al. (2017), «Risk Attitudes Across the Life Course», *The Economic Journal*.

2. Ver Pastor, L. e Veronesi, P. (2018), «Inequality Aversion, Populism and the Backlash Against Globalization», NBER Working Paper.

3. Ver Aksoy, Y. et al. (2015), «Demographic structure and macroeconomic trends», Documento de Trabalho n.º 1528 do Banco de Espanha.

4. Ver Acemoglu, D. e Restrepo, P. (2017); «Demographics and robots», NBER Working Paper.

(42% das pessoas que vivem sozinhas em Espanha já têm mais de 65 anos). Assim, a «economia prateada» oferecerá novas oportunidades de negócios e o seu peso aumentará a uma velocidade acelerada: de acordo com a Comissão Europeia, esta economia contribuirá 6,4 biliões de euros em 2025 para o PIB da UE (32% do PIB), quase o dobro dos atuais registos, e vai criar 88 milhões de empregos (38% do total).

Além disso, devemos considerar que uma maior longevidade significará que as pessoas vão permanecer ativas por mais tempo no mercado de trabalho e irão desenvolver atividades profissionais por um tempo mais prolongado. Isto irá criar maiores necessidades para acondicionar casas, locais de trabalho e meios de transporte às necessidades destes trabalhadores, para que possam viver e trabalhar de forma independente.

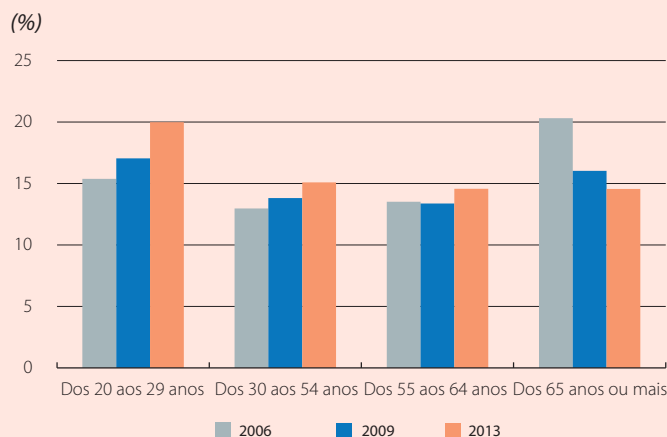
Convém salientar que uma parte importante da «economia prateada» corresponderá aos serviços de saúde e de dependência. A Comissão Europeia estima que a despesa pública em rubricas relacionadas com o envelhecimento aumentará em 1,7 p. p. entre 2016 e 2070 na Zona Euro, para 26,7% do PIB. No entanto, existe uma grande incerteza sobre este tipo de estimativas, pois dependem de fatores como a tecnologia – os avanços no campo da saúde devem ser especialmente fortes – e a mobilidade. Mais anos de vida significa mais anos de saúde ou significa que mais pessoas idosas vão viver com problemas de saúde? O elemento da morbilidade não é menor: controlar corretamente a despesa sanitária próxima ao óbito pode reduzir até 40% a despesa sanitária atribuída à idade.⁵

Seja como for, estas maiores necessidades de despesas públicas devem ser financiadas de alguma forma, podendo criar pressões e incertezas em relação ao sistema tributário e à redistribuição entre gerações. No final, as consequências do envelhecimento vão depender do tipo de tributação que afetam: os efeitos intergeracionais serão muito maiores se recaírem nas contribuições e nos rendimentos do trabalho do que se recaírem sobre o consumo. O debate sobre qual é a geração que deverá suportar o peso da carga fiscal será duro e pode provocar um fosso geracional entre idosos e jovens se os gestores públicos não conseguirem equilibrar os interesses de todas as gerações sem hipotecar o presente pelo futuro. O bom senso dos governantes será fundamental, dado que numa sociedade com uma maior prevalência de idosos é muito possível que nos processos eleitorais sejam estabelecidas maiorias partidárias com uma redistribuição intergeracional muito substancial entre trabalhadores e reformados.

De facto, é interessante ter bem presente que estas tendências de redistribuição intergeracional começaram a aparecer, como mostram dois dados. O primeiro é que, nos últimos 30 anos na Europa, o rendimento disponível dos jovens adultos (entre 18 e 25 anos) caiu pela primeira vez abaixo do rendimento médio do conjunto da população, enquanto os idosos foram a única faixa etária que viu aumentar o seu rendimento relativo. O segundo é que a percentagem de pessoas idosas em risco de pobreza na UE caiu de 20,3% para 14,6% e, em contraste, aumentou nas classes mais jovens, que já contam com uma percentagem maior em termos de risco de pobreza do que as pessoas com mais de 65 anos (ver o segundo gráfico). Estes dados confirmam a percepção de que certos problemas de justiça intergeracional já começaram a aparecer, explicados pelos problemas dos jovens em aceder ao mercado de trabalho em comparação com faixas etárias mais velhas que gozam de maior proteção para enfrentar choques económicos adversos.

Em suma, o envelhecimento da população é um fenómeno que veio para ficar e que traz consigo uma série de mudanças profundas nas preferências da sociedade, na forma de organizar a economia e como redistribuir os recursos entre as gerações. Os desafios serão difíceis, mas a boa notícia é que temos gerações mais velhas cheias de projetos e vitalidade que vão contribuir certamente para que o envelhecimento demográfico se apresente como uma oportunidade para as nossas economias.

Percentagem de pessoas em risco de pobreza de acordo com a idade



Nota: Dados para a UE de 28 países em 2009 e 2013, e de 27 (sem a Croácia) em 2006.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

5. Ver López-Casasnovas, G. (2015), «Envejecimiento y cambio de coordenadas demográficas. Algunas reflexiones acerca de su impacto con el gasto sanitario», Colección Health Policy Papers 2016-02.

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

