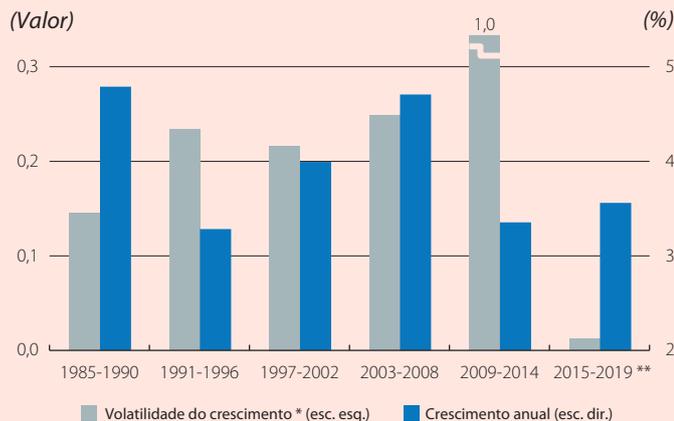


2019, uma visão desde o futuro

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

Crescimento e volatilidade da economia mundial



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

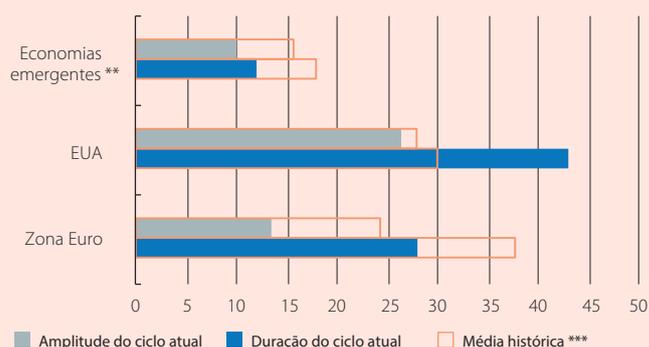
Portanto, o *cocktail* era difícil de digerir. O cenário central que geríamos era apenas ligeiramente pior do que o de anos anteriores, mas os cenários alternativos deparavam-se abertamente negativos e provavelmente iriam ocorrer com maior frequência. Poucos analistas reconheciam estar desconfortáveis,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

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

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

Comparação do ciclo económico *

Crescimento (%) e trimestres de duração



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

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

Bancos centrais, ao leme de um contexto mais volátil

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

EUA: a Fed perante condições financeiras incomuns

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

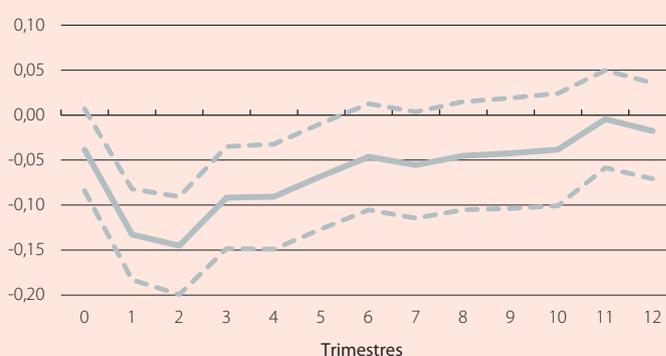
De acordo com a relação histórica que o ICF mantém com a taxa de juro oficial, o primeiro deveria estar bem acima do seu nível atual. A separação entre os dois indicadores conduz a vários cenários. Por um lado, poderíamos ver como as condições financeiras sobem gradualmente sem causar ruturas significativas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

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

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

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

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



Notas: * Índice de condições financeiras da Reserva Federal de Chicago. As linhas a tracejado representam um intervalo de confiança de 95%.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Chicago.

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

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

Europa: perante a reorientação do BCE

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

O BCE indicou repetidamente que vai manter o tamanho do seu balanço durante um longo período de tempo. Dado que o balanço tende a reduzir-se com inércia (devido à maturidade das obrigações adquiridas), isto fará com que o BCE continue a adquirir ativos em quantidades significativas através de reinvestimentos (ver o segundo gráfico). Além disso, o próprio facto de manter o balanço estável vai continuar a sustentar um contexto de taxas de juro relativamente flexíveis e condições financeiras acomodáticas. A razão é que, de acordo com a evidência disponível, os programas de compra de ativos têm mais impacto sobre as condições financeiras através do seu efeito de *stock* (o volume total de ativos adquiridos) do que com o fluxo mensal de compras.

Como mostram os estudos que analisam o impacto macroeconómico dos programas, isto fica demonstrado quando se compara a forte reação das condições financeiras quando o banco central anuncia o tamanho total do programa de compra de ativos face aos poucos movimentos observados no mercado no dia em que o banco central torna efetiva uma compra.

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

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

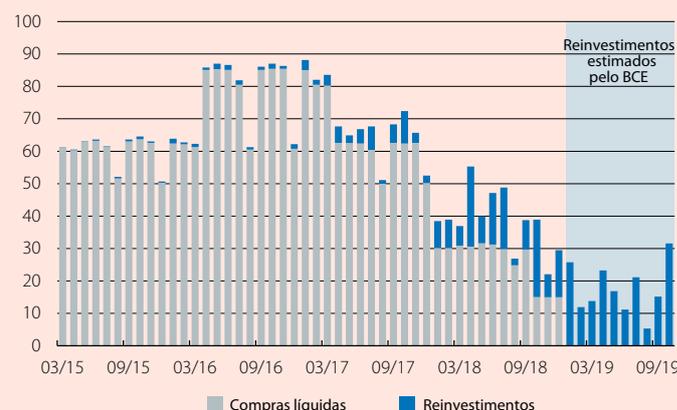
Com as alavancas discutidas, o BCE continuará a favorecer um contexto acomodático. No entanto, o cenário terá outras condições que podem endurecer as condições financeiras para além do que seria de esperar, como as consequências económicas da geopolítica (por exemplo, o *Brexit*, as tensões entre a UE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

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

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

BCE: programa de compra de ativos *

Milhares de milhões de euros



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

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

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

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

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

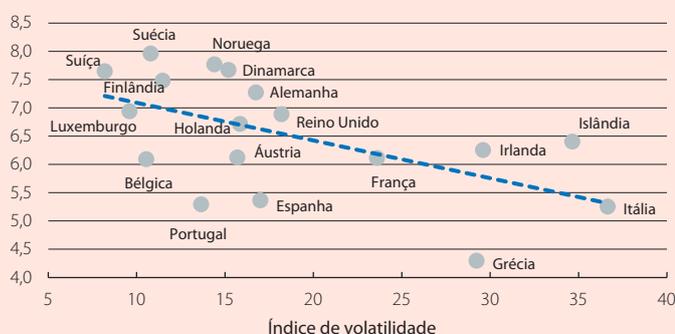
Mas quais são os fatores que estão por trás destes desafios? Neste artigo, percorremos desde uma visão geral (o novo estado da política) para uma particular (algumas das manifestações concretas desta nova configuração) e vamos preenchendo os elos intermediários para analisar como o estado da política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

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

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

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

Desempenho das políticas públicas (índice)



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

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

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

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

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

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

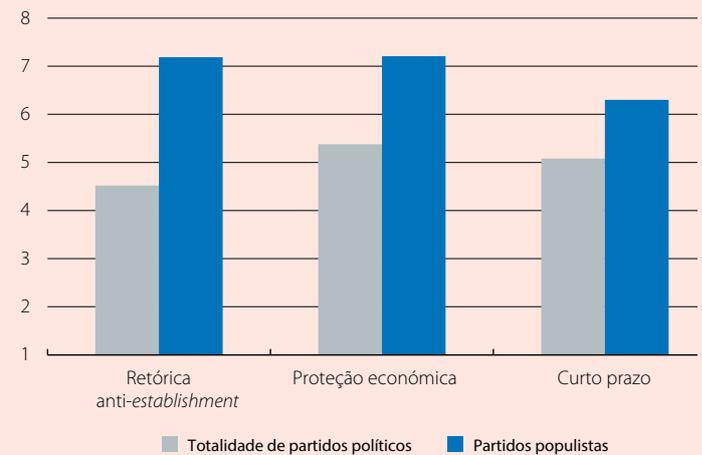
2. Ver SGI 2018 (2018), «Policy Performance and Governance Capacities in the OECD and EU», Bertelsmann Stiftung.

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

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

Caraterização do populismo na Europa

Índice *



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Espanha: emprego e investimento

Varição homóloga (%)



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

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

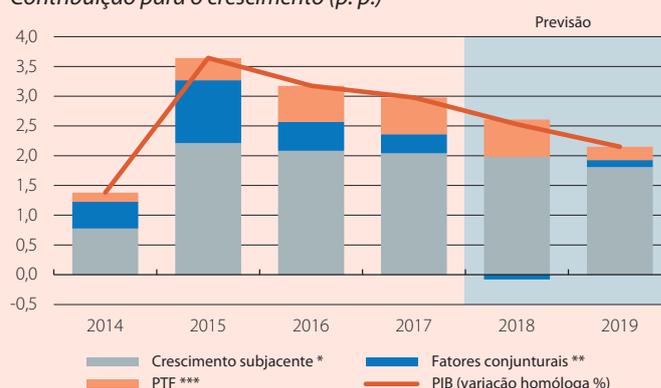
Por outro lado, a procura externa vai manter uma tendência estável. Após um crescimento abaixo do esperado nos últimos trimestres devido ao aumento da incerteza causada pelas tensões comerciais entre os EUA e a China, e devido à desaceleração do setor do turismo, esperamos uma recuperação parcial das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

1. O principal exemplo é o do mercado de trabalho: em 2013, a taxa de desemprego situou-se em 26,1%, um registo bem acima da média entre 2000 e 2007 de 10,5%.
2. Para uma análise mais detalhada da contribuição destes fatores de apoio, consulte «Desaceleração da economia espanhola: quanto devemos preocupar-nos?» na IM10/2018.
3. O preço do petróleo passou de 47,6 dólares em junho de 2017 para 79,1 dólares em setembro de 2018.
4. Por exemplo, os aumentos salariais estabelecidos em acordos coletivos até outubro de 2018 foram de 1,7%, enquanto os assinados no ano anterior foram de 1,4%.

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

Espanha: previsões de crescimento

Contribuição para o crescimento (p. p.)



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

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

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

Desvio em relação ao cenário central

(p. p.)

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

Nota: * Previsão segundo o BPI Research.

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

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

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

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

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

Perspetivas para Portugal: crescimento saudável que está para durar

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

Portugal: quadro macroeconómico

Varição homóloga (%)

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

Fonte: BPI Research.

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

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

Setor turístico: quadro de sensibilidades do PIB

Varição homóloga (%)

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

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

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

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

Fonte: BPI Research.

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

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

1. Em 2008, o PIB real era 181,8 mil milhões de euros e, em 2018, será de 183,8 mil milhões de euros.
2. O objetivo do programa visava corrigir estruturalmente os desequilíbrios nas finanças públicas e nas contas externas, a desalavancagem da economia e a implementação de reformas para eliminar os principais obstáculos estruturais ao crescimento.
3. Equivalente a uma contração média anual de 1,5%.
4. A contribuição importada de cada unidade de investimento e de consumo é de 32% e 22%, respetivamente (Banco de Portugal, Boletim Económico, dezembro de 2017).
5. O conteúdo importado das exportações é elevado (45%), pelo que a sua expansão repercute num maior volume de importações.

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

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

Fatores que condicionam os padrões de crescimento

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

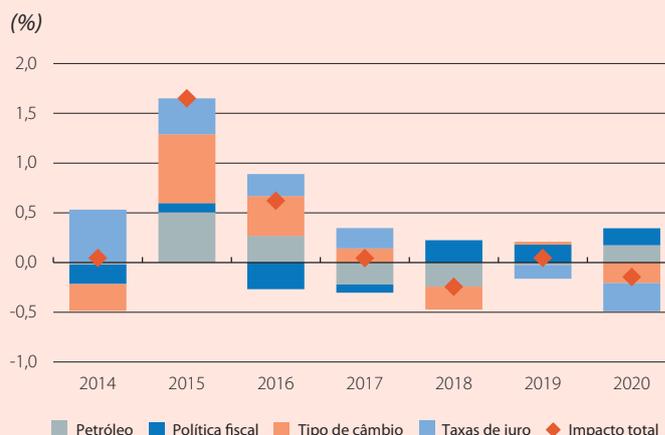
Face a esta viragem, estimamos o impacto dos três fatores mencionados anteriormente (petróleo, taxas de juro e câmbio) e também da política fiscal sobre a previsão de crescimento do PIB para o período 2018-2020.

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

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

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

Portugal: impacto sobre o crescimento dos ventos favoráveis e contrários



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