

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL
JANEIRO 2019



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Uma expansão fiscal à italiana

ECONOMIA INTERNACIONAL
Crescimento na Zona Euro: nem tanto ao mar, nem tanto à terra

ECONOMIA PORTUGUESA
A indústria automóvel lidera as exportações de bens

ECONOMIA ESPANHOLA
Será que um maior dinamismo dos salários significará uma inflação mais elevada em Espanha?

DOSSIER: CRESCIMENTO INCLUSIVO: CRIAR OPORTUNIDADES PARA TODOS

Crescimento inclusivo: as forças do futuro

A educação como alavanca para o crescimento inclusivo

Políticas de emprego para um crescimento inclusivo

Coesão social e crescimento inclusivo: indissociáveis

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2019

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

BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
<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 dezembro de 2018

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMO EXECUTIVO

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Uma expansão fiscal à italiana*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Crescimento na Zona Euro: nem tanto ao mar, nem tanto à terra*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *A indústria automóvel lidera as exportações de bens*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *Será que um maior dinamismo dos salários significará uma inflação mais elevada em Espanha?*

29 DOSSIER: CRESCIMENTO INCLUSIVO: CRIAR OPORTUNIDADES PARA TODOS

29 *Crescimento inclusivo: as forças do futuro*

31 *A educação como alavanca para o crescimento inclusivo*

33 *Políticas de emprego para um crescimento inclusivo*

35 *Coesão social e crescimento inclusivo: indissociáveis*

Crescimento inclusivo

Uma parte importante e crescente da sociedade não se apercebe diretamente do crescimento económico que os valores macroeconómicos demonstram. Esta sensação reflete a pressão sobre a desigualdade na maioria das economias ocidentais como resultado de diferentes fenómenos. Algumas são tendências de fundo, como a globalização e a mudança tecnológica, que promoveram o crescimento económico, mas que também tiveram um impacto negativo no nível de emprego e nos salários em certos setores e profissões. A estes somam-se também o envelhecimento da população, com impacto nos sistemas de pensões. Num contexto mais conjuntural, a crise económica provocou o aumento do desemprego de longa duração e, ao mesmo tempo, aumentou a pressão sobre as finanças públicas, provocando em muitos casos o ajustamento das despesas sociais.

Face a esta situação, é essencial uma agenda económica que promova um crescimento mais inclusivo. Obviamente, por razões de equidade e de justiça social. Por sua vez também por razões de eficiência, pois um crescimento desigual dificulta, por exemplo, o acumular de capital humano em famílias com menos rendimentos, fazendo desperdiçar talento. Além disso, também para evitar a proliferação de movimentos populistas que agravam a situação e colocam em risco o conjunto de um sistema económico que, afinal, demonstrou a sua capacidade para criar prosperidade a longo prazo, e até mesmo do nosso sistema político de democracia liberal, o que melhor protege as nossas liberdades individuais e o pluralismo político.

Uma política económica que promova o crescimento inclusivo deve, forçosamente, fomentar empregos de qualidade. Um trabalho que permita viver com dignidade e que ofereça perspectivas de desenvolvimento profissional e pessoal é o veículo fundamental para poder participar diretamente e aproveitar as vantagens do progresso geral da economia. Para tal, as políticas educativas são fundamentais, pois devem-nos preparar para a mudança tecnológica e para um mundo onde a aprendizagem contínua e a capacidade de reciclar se tornam importantes.

No entanto, devemos reconhecer que as mudanças nas políticas educativas só podem ter um efeito significativo a longo prazo. A curto prazo, as políticas relacionadas com o mercado de trabalho são fundamentais. Nesta área, a redução da dualidade – um obstáculo para a acumulação de capital humano – e um maior peso das políticas ativas – que incluem a formação e reciclagem dos desempregados – constituem duas prioridades claras. As políticas de salário mínimo também podem ser um mecanismo para reduzir a desigualdade, mas é necessário vigiar o seu possível impacto adverso na criação de emprego e na competitividade das empresas. A política fiscal pode complementar as políticas salariais mínimas com a introdução, por exemplo, de retenções negativas nos rendimentos mais baixos (fazendo aumentar a progressividade do sistema e promover, em vez de penalizar, a criação de emprego).

De forma geral, a promoção de políticas de crescimento inclusivo exigirá recursos que podem ser obtidos de duas formas: através da redução das despesas não prioritárias ou do aumento das receitas fiscais. No entanto, priorizar novamente requer a avaliação dos resultados das políticas públicas e das despesas associadas às mesmas, uma situação que normalmente não é efetuada. Esta avaliação permitiria desviar recursos para intervenções que sejam mais eficazes. É urgente promover uma cultura e uma estrutura institucional orientada para a avaliação de resultados no campo das Administrações Públicas. Por parte das receitas, medidas contra a fraude e a reformulação de alguns benefícios fiscais que o sistema tributário contempla podem ajudar a impulsionar o crescimento sem que seja necessário aumentar os impostos.

Muitas vezes, costuma-se destacar que a inclusão – a equidade – acarreta um custo de eficiência em termos de crescimento económico. E certamente existem circunstâncias em que isto é assim. No entanto, acho que, na maior parte dos casos, isto se deve à incapacidade para conceber políticas económicas para este fim. O atual momento exige, sem dúvida, uma maior astúcia.

Enric Fernández
Economista-chefe
31 de dezembro de 2018

Cronologia

DEZEMBRO 2018

- 7** A OPEP e os seus parceiros estabelecem um corte de produção de crude em 1,2 milhões de barris diários entre janeiro e junho de 2019.
- 13** O BCE confirma o fim das compras líquidas de ativos em dezembro de 2018.
- 19** A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. colocando-a no intervalo 2,25%-2,50%.

OUTUBRO 2018

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

NOVEMBRO 2018

- 5** Os EUA restabelecem sanções ao Irão.
- 21** A Comissão Europeia recomenda a abertura do procedimento dos défices excessivos a Itália.
- 25** A UE e o Reino Unido assinam acordo de saída.

SETEMBRO 2018

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

JULHO 2018

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

Agenda

JANEIRO 2019

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

FEVEREIRO 2019

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 6** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 8** Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 11** Portugal: IPC (janeiro).
- 14** Japão: PIB (4T).
Portugal: evolução do PIB (4T).
- 21** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (dezembro).
- 27** Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 28** Espanha: evolução do IPC (fevereiro).
Espanha: balanço de pagamentos (dezembro).
Portugal: emprego e desemprego (janeiro).

Às portas de um ano exigente

A volatilidade financeira voltou para ficar. O final de 2018 foi turbulento nos mercados financeiros com um fecho de ano que há muito tempo não se via. Nos últimos 12 meses ocorreram três grandes correções na bolsa: um arranque nefasto em 2018, o denominado «outubro vermelho» e agora um dos piores meses de dezembro dos últimos tempos, que colocaram virtualmente todos os índices bolsistas no seu pior ano desde a Grande Recessão. A evolução do rendimento fixo também está longe de ser tranquila. A *yield* soberana norte-americana oscilou em torno dos 3% na maior parte do ano, mas acabou por colapsar para 2,5%, sendo que os prémios de risco soberanos na periferia europeia e em muitos países emergentes voltaram a subir. Em termos de variabilidade, destaque para o petróleo, que marcou um máximo anual de 85 dólares por barril de Brent em outubro e fecha o ano perto dos 55 dólares. O que explica este ano de oscilações extremas nos mercados financeiros? Sem dúvida que a continuidade do aperto monetário nos EUA em 2018 e as primeiras etapas de saída da exceção monetária na Europa tiveram um papel importante. No entanto, em termos gerais, nada disto pode ser considerado uma surpresa, dado que os bancos centrais comunicaram as suas intenções ao mercado com antecedência suficiente. Devemos procurar a chave na incerteza, que não cessou.

A incerteza não diminui. Incerteza é provavelmente a palavra que resume 2018. Uma incerteza próxima, como a que assola a Europa em forma das poucas certezas sobre o *Brexit* e muitas dúvidas sobre o verdadeiro grau de compromisso de Itália ao nível da sustentabilidade das finanças públicas. Incerteza, um pouco mais distante, sobre o alcance final da vaga protecionista dos EUA e a resposta por parte da China. Incerteza, também, sobre qual será a verdadeira capacidade de crescimento dos EUA à medida que os incentivos fiscais diminuem. Ou sobre se, na fase madura do ciclo norte-americano, poderemos evitar surpresas inflacionárias que alterem o plano da Fed em direção a um maior aperto monetário. Incerteza, definitivamente, sobre qual será o ritmo de crescimento que vamos observar em 2019.

Contudo, e apesar de tudo... não estamos assim tão mal. Apesar do balanço de riscos apresentar uma tendência negativa e que a mera revisão das diferentes fontes de incerteza dá que pensar, é preciso não esquecer que a desaceleração global do crescimento parte de um contexto de forte evolução da atividade no passado. Em 2017, o crescimento mundial foi de 3,7%; o da Zona Euro de 2,5%;

o de Portugal de 2,8%, e o de Espanha de 3,0%. Para 2018, o crescimento global estimado é semelhante ao do ano anterior, enquanto na Europa a desaceleração está-se a tornar mais evidente: a Zona Euro terá um crescimento de 1,9%, Portugal 2,1% e Espanha 2,5%. Estes são números razoavelmente positivos, especialmente se consideramos que grande parte da perda de ritmo se deve ao desaparecimento de fatores de apoio temporários.

Os ventos favoráveis foram importantes, mas sem os mesmos Portugal e Espanha continuam a crescer a bom ritmo. Nos últimos anos, várias economias europeias, incluindo a portuguesa e a espanhola, beneficiaram dos denominados «tailwinds», ou seja, do crescimento provocado por uma série de fatores benéficos para a atividade, como a queda do preço do petróleo, a desvalorização do euro e condições financeiras acomodáticas. De acordo com as nossas próprias estimativas, no caso do crescimento espanhol, a reversão parcial destes fatores explica praticamente a totalidade da desaceleração ocorrida em 2018, enquanto que no caso português também é responsável por uma parte substancial da desaceleração económica.

Bases de crescimento sólidas nas economias ibéricas. Se Portugal e Espanha mantiverem ritmos de crescimento significativos, mesmo num contexto de dissipação dos ventos favoráveis, isso quer dizer que a dinâmica atual das duas economias continua a tirar partido das melhorias estruturais dos últimos anos. Nos dois países, a recuperação do crédito para o setor privado reflete o maior peso da procura de financiamento e de condições favoráveis de concessão, mas também confirma que o saneamento bancário foi um sucesso. Outra leitura positiva também deriva da evolução das finanças públicas, que continuam a melhorar e a afastar – caso dúvidas houvesse – a situação da política fiscal portuguesa e espanhola da sua equivalente italiana. E, finalmente, convém não esquecer que a situação positiva do mercado de trabalho em ambos os países é significativa, proporcionando um apoio importante para a procura interna, além de se repercutir em elementos sociais positivos e muito necessários. Em suma, 2019 será um ano exigente, com riscos significativos no horizonte, mas que serão enfrentados a partir de uma posição inicial razoavelmente sólida.

Média 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	2,79	3,29	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,41	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	3,20	3,10
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,40	3,30
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	-0,36	-0,10	0,40
Euribor 1 mês	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,37	-0,08	0,42
Euribor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,04	0,44
Euribor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,24	0,12	0,62
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,13	0,27	0,79
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,60	0,08	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	1,26	1,96
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	-0,02	0,84	1,43
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,36	1,29	1,86
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,42	2,26	2,76
Prémio de risco	11	192	114	110	117	100	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	-0,18	0,98	1,73
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	1,56	2,24
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,56	3,11
Prémio de risco	19	369	346	149	147	130	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,14	1,23	1,24
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,89	129,15	131,44
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	96,09	116,06	113,02	112,38	105,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,90	0,86	0,85
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,79	0,70	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	57,33	67,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	50,38	54,47	53,23

Previsões

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

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	3,5	3,5
Países desenvolvidos	2,7	1,1	1,7	2,3	2,3	2,0	1,8
Estados Unidos	2,7	1,4	1,6	2,2	2,8	2,3	1,9
Zona Euro	2,3	0,2	1,9	2,5	1,9	1,8	1,7
Alemanha	1,6	1,0	2,2	2,5	1,6	1,9	1,8
França	2,0	0,6	1,1	2,3	1,6	1,8	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,3	1,6	1,0	0,9	1,0
Portugal	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Espanha	3,8	-0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Japão	1,5	0,3	0,6	1,9	0,8	1,0	0,6
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,7	1,3	1,7	1,9
Países emergentes	6,6	5,2	4,4	4,7	4,7	4,5	4,6
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,5	6,2	6,0
Índia	9,7	6,7	7,9	6,2	7,4	6,9	6,2
Indonésia	5,5	5,8	5,0	5,1	5,1	4,9	4,8
Brasil	3,6	2,3	-3,3	1,1	1,3	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,1	2,0	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,8	3,2	3,0
Rússia	7,2	1,2	-0,2	1,5	1,6	1,9	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	3,7	-1,5	1,5
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	0,6	1,5	1,8
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,4
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,9	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	1,9
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,8	1,8	1,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	1,9	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,8	1,7
Itália	1,8	1,4	0,0	1,3	1,3	1,5	1,5
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,3	1,5	1,8
Espanha	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,8	1,8
Japão	-0,3	0,4	-0,1	0,5	1,0	1,1	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,2	2,0
Países emergentes	6,8	6,0	4,2	4,3	4,9	5,0	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,1	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,0	3,5	4,6
Indonésia	8,4	6,0	3,5	3,8	3,2	3,1	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,7	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,8	4,1	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	4,4	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	15,8	18,7	12,0
Polónia	3,5	2,3	-0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
África do Sul	5,3	6,1	6,3	5,3	4,7	5,1	5,1

Previsões

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

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	2,1	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,7	0,6	0,3
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,2	4,3	4,5
Bens de equipamento	1,3	-1,0	7,6	13,7	7,0	6,5	5,5
Construção	-1,6	-7,0	-1,3	8,3	3,7	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	3,9	5,0	4,3
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,7	8,1	4,9	3,4	4,3
Produto interno bruto	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,4	1,2	3,3	2,4	0,9	0,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,5	6,2
Índice de preços no consumidor	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,5	1,8
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-9,4	-4,9	0,6	0,5	0,0	-0,2	-0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	0,9	0,6	0,5
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,6	-0,5

Nota: 1. Acumulado quatro trimestres.

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

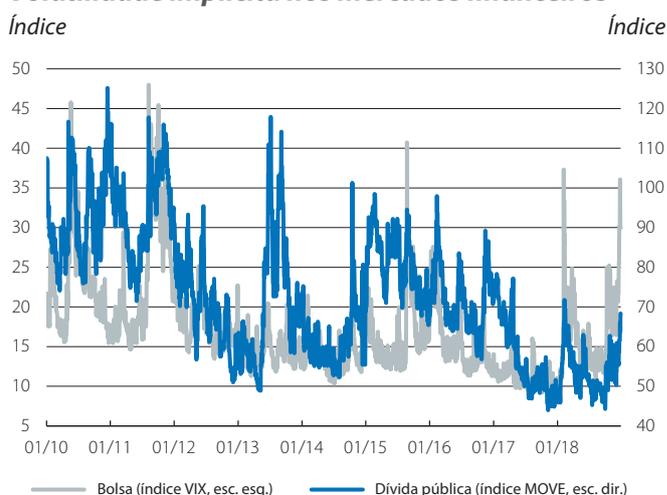
Os mercados financeiros fecham um ano de volatilidade

O ano termina com inquietação entre os investidores. Os mercados financeiros viveram um ano de 2018 de forma intensa, com diversos episódios de correções bolsistas, um aumento gradual dos prémios de risco da dívida das empresas, subidas e descidas dos prémios de risco soberano na periferia da Zona Euro, o fortalecimento do dólar face às principais moedas avançadas (principalmente no caso das emergentes), bem como uma forte volatilidade do preço do petróleo. Tudo isto ocorreu dentro de um contexto de maiores tensões geopolíticas e comerciais e de retirada de incentivos em matéria de política monetária, elementos que fizeram esquecer o contexto de volatilidade muito reduzida que ocorreu nos últimos anos. Esta mudança de perspetiva tem sido particularmente perceptível nos mercados de rendimento variável, onde os principais índices bolsistas – com perdas acumuladas em torno dos -15% na totalidade do ano de 2018 – sofreram o pior ano desde 2009-2011. Por sua vez, nos mercados de rendimento fixo, as taxas de juro soberanas mostraram uma elevada volatilidade, condicionadas por tensões políticas, pela trajetória ascendente das taxas de juro da Fed e por receios de que em 2019 a economia global desacelere para além do previsto. Estas dinâmicas fizeram-se sentir em dezembro, quando se combinaram a quarta subida de taxas de juro da Fed, o fim do QE do BCE, novas perdas nas bolsas, um declínio acentuado nas taxas de juro soberanas (com alguns investidores apenas a vaticinarem novos aumentos das taxas de juro de referência da Fed em 2019) e uma nova queda do preço do petróleo.

Persiste a volatilidade nas bolsas internacionais. Em dezembro, as bolsas internacionais sofreram um novo aumento da aversão ao risco e fecharam o último mês do ano em terreno negativo. Os principais índices começaram o mês com uma tendência algo hesitante, que se tornou posteriormente pessimista após a Fed ter determinado o quarto aumento anual das taxas de juro. Assim, o índice VIX (um indicador de volatilidade) voltou a alcançar níveis que não se registavam desde as correções de fevereiro, sendo que as bolsas das economias avançadas sofreram perdas generalizadas e significativas. Em particular, os principais índices dos EUA perderam perto de 9%, enquanto na Zona Euro as perdas foram de cerca de 6%. Por outro lado, o índice MSCI para o grupo de economias emergentes caiu de uma forma mais contida, embora as perdas que se verificaram no bloco emergente também tenham sido generalizadas nos mercados asiáticos e latino-americanos (com perdas em torno dos 3% e 1,5%, respetivamente).

A Fed aumenta as taxas de juro pela quarta vez em 2018 e o BCE confirma o fim do QE. Como era de esperar, na sua última reunião do ano a Fed aumentou a taxa de juro de referência em 25 p. b., para o intervalo 2,25%-2,50%. Assim, com os quatro aumentos acumulados das taxas de juro em 2018, aliados aos três de 2017, a política monetária norte-americana deixa de ser

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais

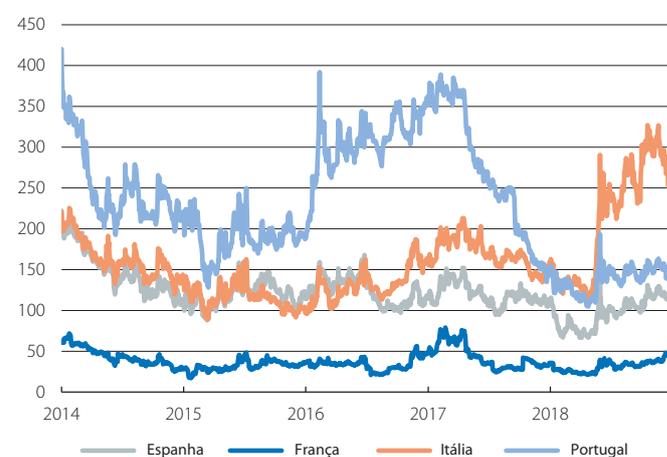
Índice (100 = janeiro 2017)



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

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

(p. b.)



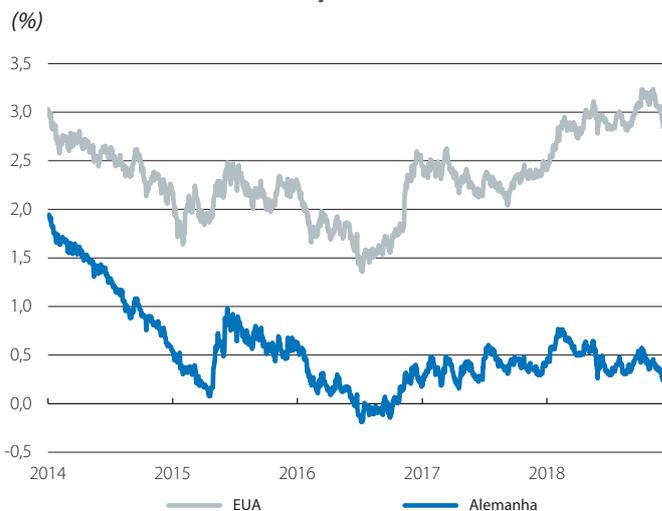
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

acomodatícia e entra num terreno mais neutral do ciclo económico. Um terreno no qual provavelmente manter-se-á em 2019: de acordo com as suas últimas projeções, os membros da Fed esperam mais dois aumentos das taxas de juro em 2019, em linha com o cenário previsto pelo BPI Research. Por sua vez, o BCE confirmou o fim das compras líquidas de ativos e confirmou a sua intenção de manter inalteradas as taxas de juro, pelo menos até depois do verão de 2019. Além disso, também reiterou que vai continuar a estar presente nos mercados financeiros durante um longo período de tempo mediante o reinvestimento de capital em ativos no balanço que atingem a maturidade. Uma estratégia que, conforme foi detalhado pelo BCE, será regida pela denominada repartição de capital (a contribuição relativa de cada país para o capital do BCE) e pelo princípio de neutralidade nos mercados (para que os reinvestimentos se ajustem ao perfil de vencimentos médios existente no mercado secundário). Desta forma, apesar do fim das compras líquidas de ativos, o BCE vai manter uma política monetária acomodaticia ao longo de 2019.

As taxas de juro soberanas perdem força e o dólar mantém-se robusto. As turbulências nos mercados bolsistas, aliadas a um certo ceticismo entre os investidores em torno das futuras subidas das taxas de juro de referência da Fed, afetaram negativamente as taxas de juro dos EUA e da Alemanha. Além disso, nos EUA destaque para o nivelamento da curva das taxas de juro soberanas, com um diferencial entre as taxas de juro a 10 anos e 3 meses que se situou abaixo dos 40 p. b. pela primeira vez desde 2007. Por outro lado, os prémios de risco periféricos da Zona Euro receberam com otimismo o acordo alcançado entre Itália e a Comissão Europeia relativamente ao orçamento italiano para 2019 (consultar a secção de Economia Internacional) e, no caso de Espanha e Portugal, desceram até atingir níveis registados no início de 2018. Esta melhoria na confiança também se fez sentir no mercado cambial: no decorrer do mês o euro valorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas. Por sua vez, no Reino Unido, o aumento da incerteza em relação ao *Brexit* penalizou a cotação da libra (-1,3% no seu câmbio âncora com o euro). Finalmente, nas economias emergentes, as moedas flutuaram de forma estável e desigual face ao dólar.

A OPEP e os seus parceiros decidiram um corte conjunto na produção de petróleo. Após o colapso do preço do barril de Brent em novembro, os países membros da OPEP e os seus parceiros (como a Rússia, o Cazaquistão e o México) anunciaram, a 7 de dezembro, uma redução conjunta da sua produção de petróleo em 1,2 milhões de barris diários (em comparação com os níveis produzidos em outubro de 2018), num acordo que vai começar a ser implementado em janeiro de 2019 e terá uma duração inicial de seis meses. No entanto, o anúncio foi recebido de forma ambígua nos mercados e, após algumas sessões de indecisão, o preço do barril de Brent acabou por cair pelo terceiro mês consecutivo em dezembro, refletindo os receios dos investidores de que em 2019 possa existir um excesso de oferta de crude.

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

Moedas internacionais face ao dólar



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

Preço do petróleo Brent



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

Uma expansão fiscal à italiana

A perspetiva económica em Itália deteriorou-se consideravelmente nos últimos meses. Em grande parte, esta situação deve-se às tensões criadas pelo programa do governo de coligação italiano nos mercados financeiros e com Bruxelas. Especificamente, o Executivo espera incentivar a atividade económica através de uma política de expansão fiscal. Mas este plano levanta dúvidas sobre a sustentabilidade das contas públicas e provocou tensões nas condições financeiras de Itália. Neste Focus, analisamos o impacto negativo que o aperto das condições financeiras pode ter sobre a economia italiana e se este impacto pode compensar o efeito positivo do incentivo fiscal sobre o PIB.

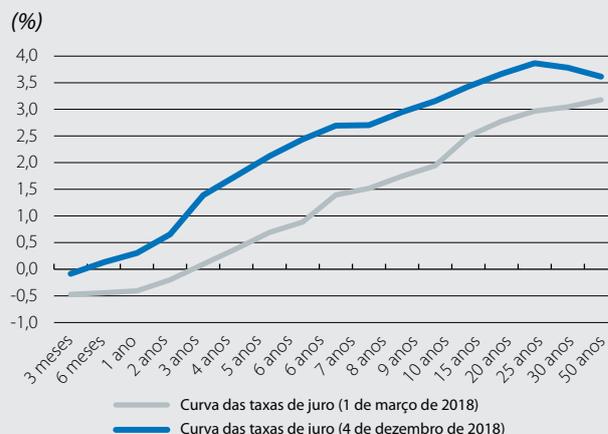
De facto, como é possível observar no primeiro gráfico, desde que decorreram as eleições legislativas italianas no passado mês de março, as taxas de juro da dívida soberana italiana aumentaram consideravelmente. Por exemplo, a taxa de juro das obrigações a 10 anos passou de 1,9% para 3,2% em apenas nove meses. Além disso, as tensões nos mercados financeiros e a deterioração das perspetivas para as finanças públicas levaram as agências de notação de crédito a reduzir o *rating* da dívida soberana italiana.¹

Estes acontecimentos podem ter implicações importantes para a economia italiana. Em primeiro lugar, um aumento elevado e sustentado das taxas de juro das obrigações soberanas vai resultar inevitavelmente num maior custo do financiamento da dívida pública, forçando Itália a usar mais recursos para o pagamento de juros da dívida e limitando a sua capacidade fiscal para enfrentar futuros choques adversos. Estimamos que este impacto seja pequeno a curto prazo (dado que o prazo médio da dívida italiana é relativamente elevado: 6,9 anos). No entanto, as nossas estimativas sugerem que um aumento da taxa de juro das obrigações a 10 anos para 3,5% conduziria de forma permanente a uma trajetória ascendente do rácio da dívida pública a partir de 2021 se o superavit primário (que exclui o pagamento de juros) se mantiver em torno de 1,5% (ou seja, apenas ligeiramente abaixo do nível atual) e com um crescimento nominal do PIB de aproximadamente 2,5%.

Em segundo lugar, uma maior restritividade no custo do financiamento do setor público também costuma acarretar uma deterioração das condições de financiamento das empresas no mercado. De facto, tal como mostram o segundo e o terceiro gráfico, desde março do ano passado que as taxas de juro dos ativos do setor empresarial (sénior) emitidos pelas principais empresas não financeiras italianas aumentaram entre 30 e 190 p. b., enquanto os títulos emitidos pelas principais instituições bancárias do país aumentaram 133 p. b. (em média, para obrigações

1. Em outubro, a Moody's diminuiu a nota de crédito de Itália até situá-la num nível acima do grau de especulação. Por sua vez, a Fitch e a S&P mantiveram a nota de crédito de Itália, mas mudaram as perspetivas do *rating* para negativas.

Itália: curva das taxas de juro da dívida soberana



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

com um vencimento, de forma geral, de cinco anos). Neste contexto, um maior custo de financiamento para os bancos resulta num aumento das taxas de juro dos empréstimos e numa menor disponibilidade de crédito para o setor privado, com impacto sobre as decisões de despesa das empresas e das famílias.

Assim, as tensões no mercado italiano de dívida soberana também podem contribuir para o enfraquecimento dos balanços dos bancos e de outras instituições financeiras italianas, com consequências na sua posição de capital. Em particular, estas instituições apresentam (em média) uma elevada exposição à dívida soberana interna – 10% dos seus ativos são constituídos por obrigações soberanas emitidas pelo governo italiano –² e devem refletir no seu capital qualquer alteração no valor de mercado das mesmas.³ Portanto, quando ocorrem aumentos acentuados nas taxas de juro soberanas (ou seja, quedas acentuadas no preço das obrigações), estas instituições podem ver o seu capital afetado por ajustamentos negativos na valorização destas obrigações. De facto, o BCE estima que só no 2T 2018 a revalorização das obrigações soberanas teve um impacto negativo significativo (entre 25 e 84 p. b.) nos rácios de capital CET1⁴ – a principal medida de solvência financeira utilizada pelo regulador bancário – dos principais bancos italianos.⁵

Porém, por agora o impacto na oferta de crédito bancário não foi visível. Assim, a nova concessão de empréstimos e as taxas de juro, tanto para as empresas como para as fa-

2. Para o conjunto da Zona Euro, a média é de 4,0% dos ativos.

3. Em particular, as alterações no valor (razoável) dos instrumentos financeiros que possuam classificação, como é o caso dos títulos negociáveis (na categoria de «ativos financeiros disponíveis para venda»), devem ser registadas diretamente no património líquido da instituição.

4. O rácio de capital *common equity tier 1* é calculado como a divisão entre o capital de maior qualidade (composto principalmente por ações e reservas) sobre os ativos ponderados pelo risco.

5. BCE (2018), «Financial Stability Review», novembro.

mílias, permanecem em níveis semelhantes aos de abril.⁶ Da mesma forma, no último inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito do BCE,⁷ as instituições italianas não informaram sobre mudanças significativas nas condições de financiamento para as empresas e as famílias, embora tenham destacado que o custo de financiamento e as restrições do balanço tinham ganho peso como fatores que podem contribuir para a restritividade dos critérios de concessão de crédito. O menor impacto sobre o crédito bancário pode-se dever ao facto de que o *passthrough* está a ser mais lento do que em períodos anteriores,⁸ porque os bancos possuem uma melhor capitalização⁹ e por causa da abundante liquidez que existe no mercado, que permite aos bancos aceder a outras fontes de financiamento mais baratas, como é o caso das operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas do BCE (as denominadas TLTRO), e reduz o custo de outras fontes tradicionais, como os depósitos.¹⁰

No entanto, se as tensões persistirem, espera-se que o efeito negativo provocado por uma maior restritividade das condições financeiras no crédito bancário (e, consequentemente, sobre as decisões de consumo e investimento) seja mais evidente. Além disso, um enfraquecimento contínuo das posições de capital forçaria os bancos italianos a encontrarem formas alternativas para fortalecerem a sua solvência, como por exemplo reduzindo o risco dos seus ativos, ou ainda, através da emissão de dívida, mas para tal as condições no mercado de rendimento variável devem ser favoráveis.

Neste contexto, seria conveniente questionar que efeito poderá ter uma maior restrição das condições financeiras sobre a atividade económica agregada. Para tal estimamos – com base na relação histórica entre ambas as variáveis¹¹ – o impacto de um choque no prémio de risco italiano a 10 anos sobre o crescimento real da economia. As nossas estimativas sugerem que um aumento de 100 p. b. da taxa de juro soberana a 10 anos, sustentado ao longo de quatro trimestres, pode reduzir o crescimento anual do PIB real em 0,47 p. p. Assim, isto implicaria que a recuperação das taxas de juro observada desde o 2T 2018 possa ter afetado negativamente o crescimento no segundo semestre de 2018 e continuar a prejudicá-lo no decorrer de 2019.

Por outro lado, a expansão fiscal contemplada pelo go-

6. Dados do BCE até outubro de 2018.

7. Efetuado no 3T.

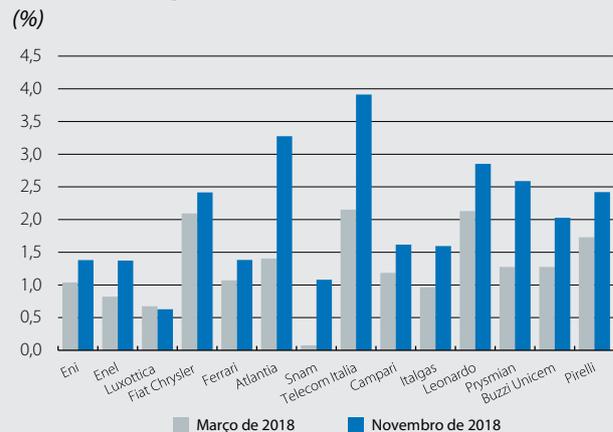
8. Ver, por exemplo, Albertazzi, U. et al. (2014), «The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks», onde se estima que um aumento de 100 p. b. no prémio de risco italiano resulta geralmente, após três ou quatro meses, num aumento das taxas de juro bancárias de 20 p. b.

9. No final de 2014, o rácio de capital CET1 médio do setor era de 11,7%, face aos 13,9% no fecho do 2T 2018. Uma melhor capitalização torna os bancos menos suscetíveis a aumentos nos custos de financiamento e a alterações no valor das obrigações soberanas.

10. A principal fonte de financiamento para os bancos italianos continua a ser os depósitos de residentes – que representam cerca de 63% da totalidade dos empréstimos bancários – e, por enquanto, continuam a crescer a bom ritmo (3% homólogo).

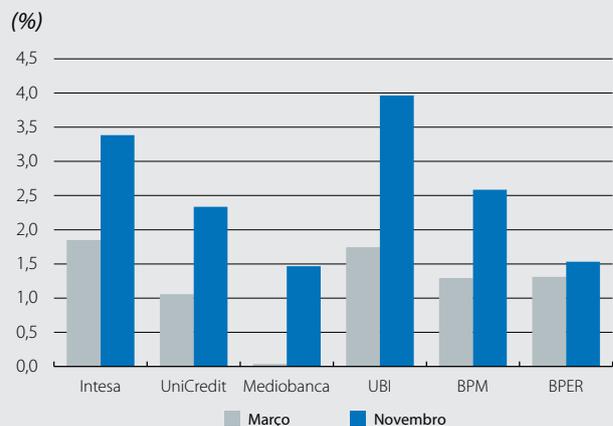
11. Em particular, as relações são modeladas por intermédio de um VAR, com dados entre 2000 e 2018.

Itália: taxas de juro das obrigações sénior de empresas não financeiras



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

Itália: taxas de juro das obrigações sénior da banca



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

verno italiano é de 0,9 p. p. do PIB.¹² Dado que várias estimativas colocam o multiplicador fiscal¹³ de Itália entre 0,5 e 0,8, o incentivo fiscal teria um impacto positivo sobre o PIB de 0,5 p. p. em 2019. No entanto, este efeito depende das medidas específicas que forem implementadas¹⁴ e da manutenção da confiança dos investidores (caso contrário, o investimento privado poderia reduzir para além daquilo que o aumento do custo de capital sugeriria). Portanto, em termos líquidos, se a restrição das condições financeiras persistir, qualquer efeito expansionista da política fiscal sobre a economia diluir-se-á facilmente, podendo até provocar uma desaceleração do crescimento em 2019.

12. De acordo com a deterioração do saldo estrutural – saldo orçamental ajustado pelo ciclo económico e por *one-offs* e outras medidas temporárias – previsto no plano orçamental enviado a Bruxelas a 13 de novembro de 2018.

13. O aumento do PIB como resposta à expansão fiscal.

14. Em meados de dezembro, o governo italiano reviu em baixa a sua meta de défice para 2019. Resta saber quais serão as medidas concretas que vão ser implementadas e o tamanho da expansão fiscal.

Taxas de juro (%)

	31-dez	30-nov	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2018 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,32	1	2,0	2,0
Euribor 12 meses	-0,12	-0,15	3	6,6	6,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,57	-0,63	6	6,8	6,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,61	-0,60	-1	1,7	1,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,24	0,31	-7	-18,7	-18,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,42	1,50	-8	-14,7	-14,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,72	1,83	-11	-22,3	-22,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,25	25	100,0	100,0
Libor 3 meses	2,81	2,74	7	111,6	111,6
Libor 12 meses	3,01	3,12	-11	90,3	90,3
Dívida pública a 1 ano	2,60	2,68	-8	86,8	86,8
Dívida pública a 2 anos	2,49	2,79	-30	60,7	60,7
Dívida pública a 10 anos	2,68	2,99	-31	27,5	27,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dez	30-nov	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2018 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	89	81	8	43,9	43,9
Itraxx Financeiro Sénior	109	104	4	64,7	64,7
Itraxx Financeiro Subordinado	228	211	18	123,8	123,8

Taxas de câmbio

	31-dez	30-nov	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,147	1,132	1,3	-4,5	-4,5
EUR/JPY (ienes por euro)	125,830	128,440	-2,0	-7,0	-7,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,899	0,887	1,3	1,2	1,2
USD/JPY (ienes por dólar)	109,690	113,570	-3,4	-2,7	-2,7

Matérias-primas

	31-dez	30-nov	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	409,2	416,2	-1,7	-5,4	-5,4
Brent (\$/barril)	53,8	58,7	-8,4	-19,5	-19,5
Ouro (\$/onça)	1.282,5	1.222,5	4,9	-1,6	-1,6

Rendimento variável

	31-dez	30-nov	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2018 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.506,9	2.760,2	-9,2	-6,2	-6,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.001,4	3.173,1	-5,4	-14,3	-14,3
Ibex 35 (Espanha)	8.539,9	9.077,2	-5,9	-15,0	-15,0
PSI 20 (Portugal)	4.731,5	4.914,1	-3,7	-12,2	-12,2
Nikkei 225 (Japão)	20.014,8	22.201,8	-9,9	-12,1	-12,1
MSCI emergentes	965,7	994,7	-2,9	-16,6	-16,6

A caminho de uma desaceleração global de fundo

Pausa temporária a caminho de uma desaceleração global?

Após alguns trimestres complicados, nos quais os indicadores globais de sentimento económico estavam a ceder na sua robustez, os dados disponíveis mais recentes mostram que alguns indicadores de confiança representativos, como o indicador composto PMI global, têm vindo a crescer. Leitura semelhante pode ser extraída dos indicadores de atividade das economias emergentes, como o denominado IIF Growth Tracker, que estima o crescimento contemporâneo destes países e que registou dois meses consecutivos de aumento em novembro. Para além do facto de ser uma pausa na desaceleração económica mais ou menos prolongada no tempo, os registos dos indicadores globais sugerem um ritmo de atividade menor do que nos trimestres anteriores e, se verificarmos os fatores subjacentes a esta estabilização económica, tudo indica que a desaceleração observada até agora deverá continuar.

Os fatores que afetam o crescimento continuam ativos. O processo de desaceleração económica global que ocorreu nos últimos trimestres é explicado por uma combinação de fatores de natureza diferente, que estão a agir em simultâneo e que devem continuar a afetar (de forma moderada) o crescimento mundial nos próximos tempos. À partida, as condições financeiras globais de alguns bancos centrais tornaram-se menos acomodáticas (destaca-se principalmente a normalização monetária da Fed), mas também o recrudescimento da volatilidade financeira em muitas bolsas e, em certos casos, das *yields* soberanas. Além disso, a incerteza geopolítica (em particular, o desenvolvimento da denominada vaga protecionista dos EUA que levou a uma escalada das tensões comerciais com a China e, em menor medida, com a UE) já está a afetar os fluxos de comércio internacional. Assim, em setembro, o crescimento homólogo do comércio foi de 2,4%, em comparação com os 5,6% no início de 2018. Finalmente, a evolução das matérias-primas, de forma geral e não apenas do petróleo, apresentou uma trajetória negativa no segundo semestre do ano: o índice CRB – que mede um extenso conjunto de cotizações das matérias-primas – caiu 7% desde junho do ano passado. Sendo esta uma fonte fundamental para o crescimento em muitos mercados emergentes, é lógico que percam força.

ESTADOS UNIDOS

A atividade mantém uma tendência robusta, mas os focos de risco não diminuem. Assim, o índice de confiança do consumidor desenvolvido pelo Conference Board alcançou em novembro os 135,7 pontos, um nível consideravelmente superior à média de 2017 (120,5), enquanto o índice de sentimento empresarial (ISM) saltou para 59,3 pontos, mantendo-se em níveis historicamente elevados. Na mesma linha, a segunda estimativa do PIB do 3T ratificou a boa evolução da economia dos EUA (com um aumento de 0,9% em cadeia e de 3,0% em

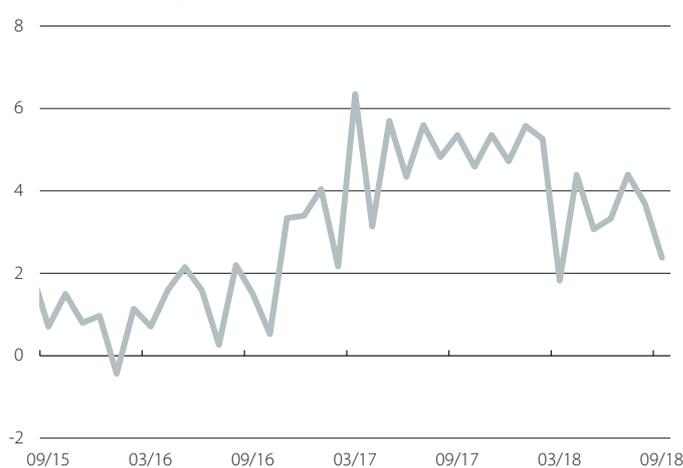
Indicadores da atividade mundial



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

Comércio internacional de bens *

Variação homóloga (%)



Nota: * Em volumes.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do CPB World Trade Monitor.

EUA: mercado de trabalho



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

termos homólogos). Neste contexto de fortes registos de atividade, os EUA e a China concordaram suspender a imposição de novas taxas aduaneiras por 90 dias, enquanto negociam as características das suas futuras relações bilaterais. Embora esta denominada «trégua comercial» tenha provocado algum alívio, a solução definitiva para este conflito ainda está longe de se concretizar.

Num contexto de maturidade cíclica, a Fed aumenta novamente as taxas de juro. Assim, a economia dos EUA permanece dinâmica, apesar de estar numa fase madura do ciclo. Esta situação reflete-se principalmente na força do mercado de trabalho, capaz de criar 155.000 postos de trabalho em novembro (um valor elevado, tendo em conta a situação de praticamente pleno emprego da economia norte-americana). Neste contexto, e como era de esperar, a Fed aumentou novamente a taxa de juro de referência para 2,25%-2,50%. No entanto, e no que diz respeito a uma futura trajetória marcada por mais tensões, a Fed transmitiu para o mercado a possibilidade de um ritmo mais lento de aumentos a partir de 2019, refletindo as dúvidas sobre o ritmo de crescimento dos EUA em 2019, quando os efeitos expansionistas da política fiscal começarem a diluir.

ZONA EURO

O ritmo da atividade diminuiu, mas o alcance da desaceleração poderá ser temporário. Os indicadores de atividade mais recentes da Zona Euro sugeriram que a desaceleração da economia continua a avançar, o que levantou preocupações sobre o ritmo real de crescimento esperado para os próximos trimestres. Contudo, a desagregação do PIB do 3T 2018 confirmou que a procura interna continua a ser o principal motor de crescimento na Zona Euro, o que, devido ao cariz de inércia deste agregado, convida-nos a pensar que o crescimento da Zona Euro vai situar-se em níveis mais positivos nos próximos trimestres (para mais informação consultar o Focus «Crescimento da Zona Euro: nem tanto ao mar, nem tanto à terra» nesta mesma edição da *Informação Mensal*). Além disso, esta é a leitura efetuada pelo BCE, que destaca a natureza temporária da desaceleração e que tem sido aceite como uma visão consensual e razoável.

O Reino Unido e Itália continuam a ser fontes de incerteza. À medida que a data oficial da saída do Reino Unido da UE se aproxima, as certezas sobre a forma como o processo vai ser levado a cabo, em vez de aumentarem, diminuem. Assim, em dezembro assistimos à retirada da votação parlamentar sobre o pré-acordo do *Brexit* e a uma moção de confiança a Theresa May que, apesar de a superar, também serviu para constatar a fragmentação existente no próprio Partido Conservador. Agora, foi anunciada uma nova tentativa para ratificar o pré-acordo na Câmara dos Comuns, que deveria ter lugar antes de 21 de janeiro de 2019. Embora seja de esperar a ratificação por parte do governo britânico, as dificuldades para obter uma maioria na Câmara dos Comuns aumentam a probabilidade de o Reino Unido adiar a saída da UE ou de se chegar ao dia do *Brexit* sem que seja alcançado um acordo, o que levaria a uma saída desor-

EUA: IPC

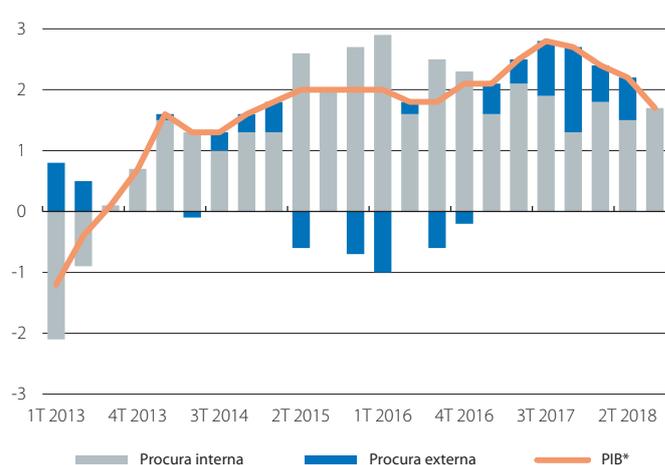
Variação homóloga (%)



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

Zona Euro: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (%)



Nota: * Variação homóloga.

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

Itália e Reino Unido: indicador de confiança empresarial

Nível



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

denada do Reino Unido. Ligeiramente melhor é a evolução do conflito orçamental entre Itália e a UE. Na sequência do início, por parte da Comissão Europeia, do processo de abertura de um procedimento que poderia levar à aplicação do denominado «procedimento dos défices excessivos», o governo italiano cedeu e anunciou uma revisão em baixa do objetivo de déficit para 2019 (2,04% do PIB face aos 2,4% inicialmente propostos). Apesar disto representar um passo no caminho certo e de a Comissão Europeia ter anunciado que poderia acabar por desativar o procedimento, é pouco provável que as finanças públicas italianas deixem de ser uma fonte de risco.

EMERGENTES

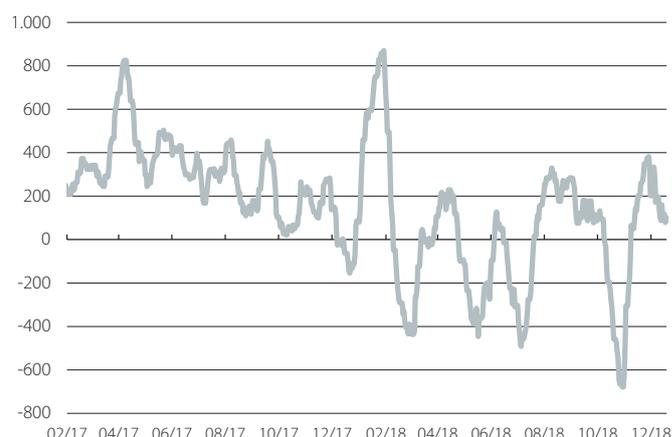
Alívio (temporário) nas economias emergentes. O estado atual das várias economias emergentes (conhecidas como «emergentes frágeis», caracterizadas pela presença de desequilíbrios macroeconómicos) tem vindo a concentrar a preocupação dos analistas e investidores, pelo menos desde o verão. Em outubro e novembro, o espectro da atividade tem sido mais favorável, embora com algumas exceções, como a Turquia (sobre a qual detalharemos a seguir). Um dos reflexos desta melhoria no sentimento económico e da tolerância ao risco por parte dos investidores tem sido a recuperação das entradas de capital, tanto da dívida como do património, nesses dois meses. No entanto, essa mesma medida mostrou sinais de erosão em dezembro, refletindo o aumento da volatilidade financeira global nas últimas semanas. Além desta visão a curto prazo, e como já mencionámos anteriormente, a desaceleração emergente deverá continuar nos próximos trimestres, devido a três fatores negativos que enfrentam estas economias: um contexto de restritividade financeira global, a manutenção da incerteza sobre as tensões comerciais e a fraca evolução do preço das matérias-primas.

A economia chinesa continua a desacelerar, tanto na sua dimensão interna como externa. Assim, em novembro, a produção industrial cresceu apenas 5,4% em termos homólogos (5,9% em outubro), o crescimento mais baixo desde o início de 2016. As vendas a retalho também decresceram para 8,1% (8,6% em outubro). Além disso, as exportações chinesas (em dólares) aumentaram 5,4% homólogo em novembro, com uma desaceleração significativa após os bons resultados obtidos em outubro (15,6%). Desta forma, o setor das exportações chinesas começa a evidenciar uma margem de manobra ligeiramente menor perante as tensões comerciais com os EUA e o conjunto de indicadores sugere um crescimento inferior a 6,5% no 4T.

Perda significativa do ritmo económico na Turquia. No 3T, o crescimento do PIB foi de 1,6% homólogo, longe dos 5,3% do trimestre anterior e abaixo do previsto. A desagregação por componentes mostra que a paragem súbita da entrada de capitais internacionais no verão interrompeu bruscamente o financiamento do investimento e do consumo privado (uma componente também afetada pelo *choque* inflacionista). Além disso, a dinâmica negativa de crescimento manter-se-á provavelmente nos próximos trimestres.

Emergentes: entradas líquidas de capital *

(Milhões de dólares, média móvel de 28 dias)

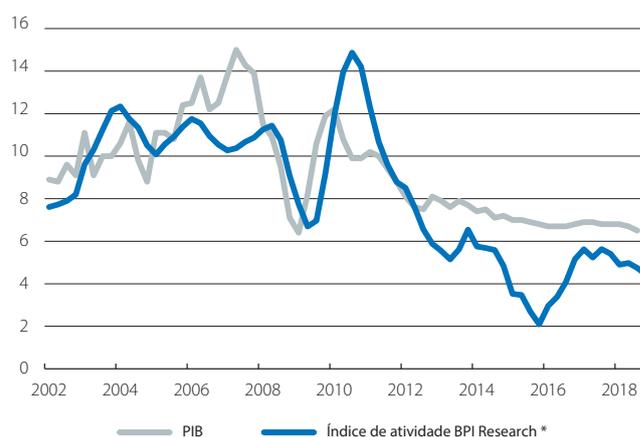


Nota: * Fluxos de carteira (dívida e ações). Países incluídos: Indonésia, Índia, Coreia do Sul, Tailândia, África do Sul, Brasil, Turquia, Hungria e México.

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

China: Evolução do PIB e indicador de atividade do BPI

Variação homóloga (%)

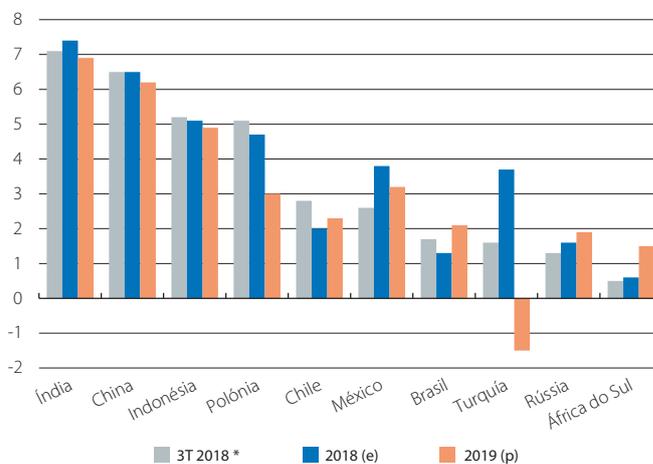


Nota: * Média móvel dos últimos quatro trimestres do índice de atividade.

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

Emergentes: PIB

Variação anual (%)



Nota: * Variação homóloga. (e) Estimativa. (p) Previsão.

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

Crescimento na Zona Euro: nem tanto ao mar, nem tanto à terra

Após um ano de 2017 excepcional, o crescimento na Zona Euro abrandou no primeiro semestre de 2018 e, esta situação foi atribuída a fatores temporários (gripes, greves, meteorologia...). No entanto, o ritmo de crescimento no 3T foi muito débil, o que provocou alguns alarmismos. Até que ponto devemos preocupar-nos? Neste artigo, vamos estudar esta questão em detalhe: começaremos por analisar os dados do 3T para detetar o que falhou e, a seguir, faremos um levantamento sobre as perspetivas para a economia europeia nos próximos trimestres.

Quando olhamos em termos desagregados para a composição do PIB no 3T, os elementos mais preocupantes são o fraco crescimento do consumo privado (+0,1% em cadeia) e a queda das exportações (-0,1% em cadeia). No entanto, quando verificamos as causas, vemos que ambas as componentes foram parcialmente afetadas por fatores temporários de peso.

Especificamente, foram dois os fatores temporários que sobrecarregaram o consumo das famílias. Em primeiro lugar, o preço do petróleo aumentou mais do que o previsto no 3T, reduzindo o poder de compra das famílias (o consumo real diminuiu, mas o consumo nominal permaneceu estável, o que fez com que as famílias não conseguissem compensar esta subida de preços com uma maior despesa). De acordo com as nossas estimativas,¹ o aumento do preço do petróleo teria prejudicado em 0,2 p. p. o crescimento do consumo no 3T, o que, por sua vez, reduziria o crescimento em cadeia do PIB em 0,1 p. p.

Em segundo lugar, entrou em vigor a 1 de setembro um novo protocolo para as emissões poluentes de veículos em toda a UE. O novo regulamento teve efeitos perturbadores importantes na atividade económica: como é possível observar no segundo gráfico, os concessionários conseguiram vender em agosto o *stock* de veículos que não superaria a nova homologação, no entanto, o comportamento das vendas foi afetado pela queda na produção em setembro – quando os fabricantes desaceleraram a sua produção para ajustar os veículos ao novo quadro regulamentar. Estimamos que este segundo fator também reduziu o crescimento do PIB em 1 décima,² dado que a menor produção de automóveis perturbou o crescimento económico. Além disso, a menor produção de veículos também afetou negativamente as exportações e estimamos que esta situação tenha redu-

1. Comparámos o consumo real com os preços do petróleo (68 euros por barril no final do 3T) face a um cenário com preços do petróleo em torno dos 60 euros por barril (a média dos primeiros nove meses do ano).

2. O crescimento em cadeia dos novos veículos registados surpreendeu pela negativa em 4,5 p. p. e 4% da despesa das famílias na UE é efetuada em carros, com uma queda no consumo de quase 0,2 p. p.

Zona Euro: consumo nominal e consumo real

Varição homóloga (%)



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

Zona Euro: registos de novos automóveis de passageiros*

Nível (milhares)

Varição em cadeia (%)



Nota: *Dados ajustados de sazonalidade.

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

zido o crescimento em mais 0,2 p. p.³ Desta forma, os fatores temporários deduziram 0,4 p. p. ao crescimento (ver o terceiro gráfico). Se estes fatores não estivessem estado presentes, o crescimento poderia ter alcançado uns sólidos 0,6% em cadeia.

Estes resultados são tranquilizadores, mas também queremos analisar as perspetivas económicas da Zona Euro para os próximos meses. Por um lado, a estabilização do preço do petróleo que estamos a observar no 3T, o retorno à normalidade observada em outubro na atividade do setor automóvel e o dinamismo do mercado de trabalho⁴

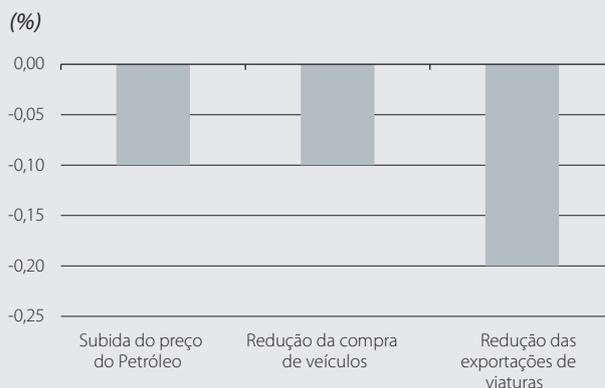
3. O crescimento da produção de automóveis surpreendeu negativamente em pouco mais que 8 p. p. no 3T. Dado que as exportações europeias de automóveis representam 7% do total das exportações, a surpresa negativa reduziu as exportações europeias em quase 0,6 p. p.

sugerem uma recuperação significativa do consumo no 4T e uma evolução positiva em 2019. Por outro lado, a manutenção de condições macrofinanceiras acomodáticas vai continuar a incentivar o consumo e o investimento. O elemento de maior preocupação é a fraqueza do setor externo (mesmo se as exportações de automóveis não tivessem caído no 3T, a contribuição da procura externa teria sido de -0,1 p. p. em cadeia), afetado pela incerteza, pela desaceleração da economia global e por tensões comerciais. Esperamos que o setor externo continue em níveis baixos nos próximos trimestres, mas, graças à procura interna, isto não será um obstáculo a que se observem ritmos de crescimento razoáveis para o conjunto da Zona Euro.

Após esta visão qualitativa, terminamos o artigo com uma análise quantitativa que coloca alguns dados na mesa que visam elucidar a dimensão da evolução razoavelmente positiva que esperamos para os próximos meses. Para tal, efetuámos um pequeno modelo de previsão de crescimento do PIB para os próximos trimestres, com base nos registos dos indicadores de sentimento empresarial (PMI) e de estimativas dos principais indicadores de atividade (vendas a retalho e produção industrial)⁵ no 4T.⁶ Neste sentido, o exercício de previsão mostra um crescimento em cadeia do PIB de 0,4% para os próximos trimestres. São ritmos de crescimento significativos que se situam em níveis semelhantes às nossas projeções (0,5% nos próximos trimestres).

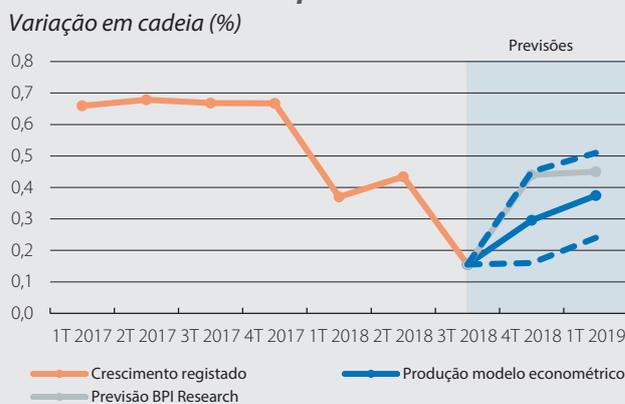
Em suma, as nossas estimativas mostram que o *shaker* contém ingredientes suficientes para que a economia europeia recupere o seu dinamismo nos próximos trimestres. No entanto, devemos ser muito prudentes em relação ao último período de 2018 e ao início de 2019, uma vez que surgiu um novo fator que está a afetar negativamente a economia. Especificamente, as perturbações na atividade económica em França após as mobilizações dos coletes amarelos reduziram o PMI em dezembro e poderiam pressupor um novo travão ao crescimento da atividade da Zona Euro.

Zona Euro: fatores temporários e crescimento em cadeia no 3T



Nota: Impactos estimados seguindo a metodologia desenvolvida nas notas 1, 2 e 3 no rodapé da página.
Fonte: BPI Research.

Zona Euro: modelo de previsão do PIB



Nota: Previsões a partir dos dados dos PMI e de estimativas de vendas a retalho e produção industrial para o 4T. As linhas a tracejado representam intervalos de confiança de 95%.
Fonte: BPI Research.

4. Segundo dados do BCE, a remuneração por trabalhador cresceu 2,5% em termos homólogos no 3T, o ritmo mais elevado desde 2008.
 5. Estimámos o crescimento do PIB com base no comportamento dos indicadores de atividade e sentimento. A principal especificação é: crescimento PIB_t = β₀ + β₁ * PMI_t + γ * vendas a retalho_t + α * produção industrial_t + ε_t, dados trimestrais iniciados em 2000.
 6. Utilizámos os dados observados de vendas a retalho e produção industrial em outubro e uma estimativa dos registos do PMI em novembro e dezembro observados no 4T.

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Atividade									
PIB real	1,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,0	-	...	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,1	5,3	4,4	5,2	5,4	4,9	4,6	...
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	137,9	136,4	128,1
Produção industrial	-1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	3,8	3,9	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,7	59,3	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.234	1.217	1.256	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	189	200	205	209	211	212	214	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,7	3,7	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,2	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	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	10/18	11/18	12/18
Atividade									
PIB real	0,6	1,9	2,0	1,2	1,4	0,1	-	...	-
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	43,0	42,9	...
Produção industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	-0,1	2,5	0,5	...
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	2,4	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	-0,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	-0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	0,9	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,3	0,4	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	10/18	11/18	12/18
Atividade									
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,7	6,5	-	...	-
Vendas a retalho	10,4	10,3	9,9	9,9	9,0	9,0	8,6	...	...
Produção industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	5,9	5,4	...
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	50,0	49,4
Setor exterior									
Balança comercial ¹	512	420	420	404	377	349	347	353	...
Exportações	-8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,8	15,5	5,4	...
Importações	-5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	20,8	3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	2,2	...
Taxa de juro de referência ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,9	6,9	6,9

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

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

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,0	1,6	1,7	1,1	1,7	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	4,2	3,1	2,4	0,8	1,2	...	...
Confiança do consumidor	-7,8	-2,5	-0,2	0,5	0,0	-1,8	-2,7	-3,9	-6,2
Sentimento económico	104,2	110,8	114,3	114,0	112,5	111,5	109,7	109,5	...
PMI indústrias	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	52,0	51,8	51,4
PMI serviços	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	53,7	53,4	51,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	-	...	-
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,1	8,1	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	...	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,0	9,0	8,9	...	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,0	11,0	10,7	10,3	10,6	...	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,5	16,2	15,4	15,0	14,8	...	...

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

Preços

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Inflação geral	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	2,2	2,0	...
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	...

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

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Balança corrente: Zona Euro	3,4	3,4	3,4	3,6	3,8	3,4	3,3	...	...
Alemanha	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,7	...	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	...	...
Itália	2,5	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7	...	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,8	1,4	1,1	1,0	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	98,9	98,3	98,4

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

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	...	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	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	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-2,4	-2,2	-1,5	-1,4	-1,0	...	...
Instrumentos negociáveis	2,7	1,1	-1,6	-5,7	-2,9	-5,1	-4,8	...	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	...	...

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

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

Portugal: consolida-se o ciclo de expansão

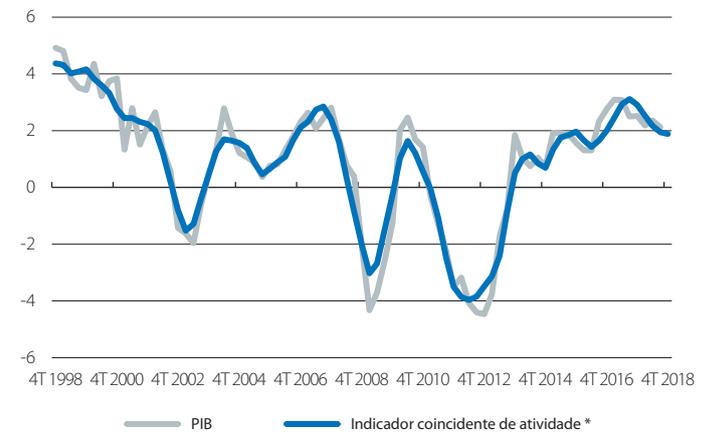
Crescimento sólido numa fase mais madura do ciclo. Faltando a publicação dos últimos dados do ano, tudo indica que, no conjunto de 2018, a economia portuguesa terá crescido de forma estável acima dos 2%. Isto representa uma certa desaceleração em comparação com os 2,8% de 2017 e reflete uma contenção natural do crescimento à medida que a economia entra numa fase mais madura do ciclo (além de sentir o efeito da desaceleração das principais economias vizinhas numa economia aberta ao comércio como é a portuguesa). Assim, espera-se que esta dinâmica continue em 2019, com um ritmo de crescimento perto de, mas possivelmente ligeiramente inferior a 2%. No entanto, a economia portuguesa enfrenta esta fase do ciclo reforçada pelas melhorias de competitividade alcançadas nos últimos anos. Isto reflete-se na nova atualização do índice de competitividade global elaborado pelo Fórum Económico Mundial, no qual Portugal subiu oito posições face ao ano passado e agora ocupa o 34º lugar de um total de 140 países. Além disso, Portugal progrediu em praticamente todos os pilares do índice, entre os quais se destacam os relacionados com as competências dos trabalhadores, a capacidade de inovação e o mercado de trabalho. No entanto, estas perspetivas positivas para o desempenho da economia a médio prazo não estão isentas de riscos, particularmente devido ao receio de um contexto externo menos favorável, que comentamos na secção de Economia Internacional desta mesma edição da *Informação Mensal*.

A capacidade de financiamento atenua face ao exterior. Especificamente, no 3T 2018, a capacidade de financiamento de Portugal face ao exterior situou-se em 0,5% do PIB, ligeiramente abaixo dos 0,7% do 2T e da média de 2017 (1,0%). Esta ligeira descida deveu-se, em particular, ao aumento das necessidades de financiamento das empresas não financeiras (de -1,2% para -1,9%), resultante de um maior esforço de investimento por parte do setor, como refletem os bons dados de formação bruta de capital fixo (+5,7% homólogo). Por outro lado, a redução da capacidade de financiamento externo das famílias (de 0,8% no 2T para 0,4% no 3T), com um consumo privado que aumenta acima do rendimento disponível (e que mantém a taxa de poupança em valores reduzidos, em cerca de 4%), também prejudicou a capacidade de financiamento do conjunto da economia.

Contas públicas com uma dinâmica positiva. De acordo com os dados mais recentes das contas nacionais, o saldo orçamental do setor público situou-se em +0,7% do PIB no 3T de 2018. Este registo positivo reflete a boa dinâmica que as contas públicas têm vindo a exibir nos últimos anos, sustentada pela força da atividade económica e do mercado de trabalho. Assim, as receitas registaram um crescimento significativo (5,4% homó-

Portugal: PIB e indicador coincidente de atividade

Variação homóloga (%)

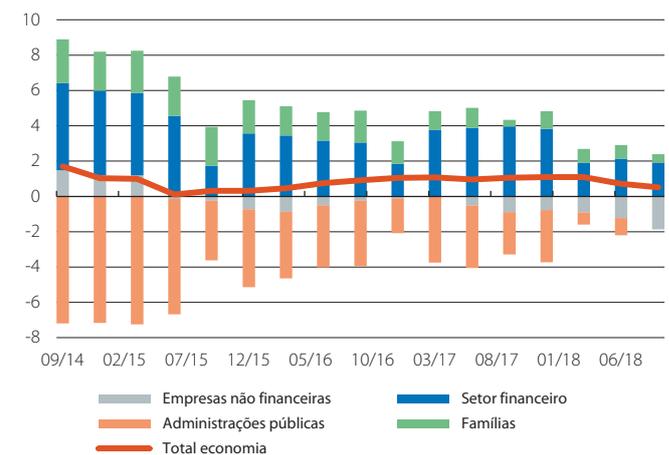


Nota: * Nível.

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

Portugal: capacidade/necessidade de financiamento externo

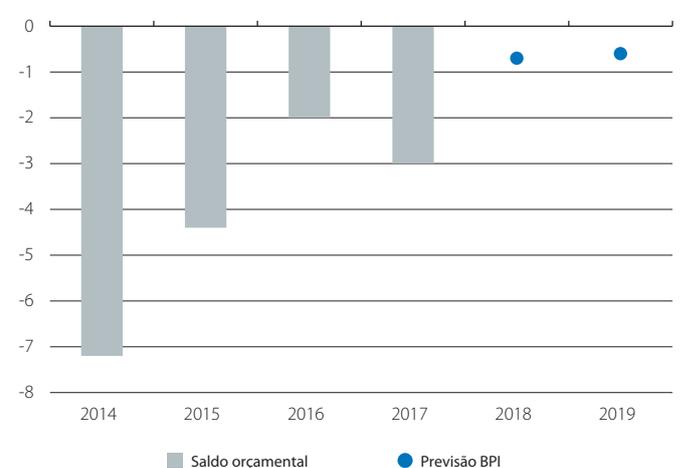
(% do PIB)



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

Portugal: saldo das Administrações Públicas

(% do PIB)



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

logo), enquanto as despesas também mantiveram um bom desempenho e aumentaram apenas 0,8% (excluindo os efeitos de base relacionados com as ajudas ao sistema financeiro). Após o ajustamento destes dados de despesa por causa do pagamento do subsídio de Natal aos funcionários públicos e pensionistas (ver a secção Economia Portuguesa da IM12/2018), estes valores reforçam a previsão de que o saldo orçamental vá terminar o ano em torno de -0,7% do PIB.

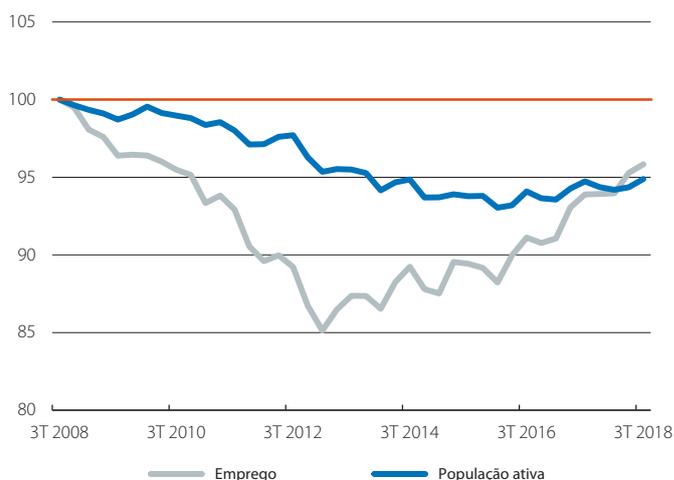
O mercado de trabalho consolida a sua recuperação. Desde que, como resultado da crise financeira internacional de 2008 e da recessão posterior, o emprego atingiu valores mínimos no início de 2013, a economia portuguesa criou cerca de 548.200 empregos em termos líquidos, sendo que a taxa de emprego se aproxima dos níveis registados antes da crise. Ao mesmo tempo, a composição da criação de empregos reorientou-se no decorrer de 2018 e as atividades associadas ao setor público e à indústria ganharam peso, em detrimento dos setores associados ao turismo. Esta dinâmica de recuperação do mercado de trabalho ainda se reflete nos dados mais recentes, que mostram que em outubro o emprego cresceu 1,7% em termos homólogos (dados ajustados de sazonalidade) e a taxa de desemprego situou-se em 6,7%, o nível mais baixo desde o final de 2002.

O preço da habitação abranda o seu crescimento no 3T. Em particular, o índice de preços da habitação baseado nas transações aumentou 8,5% homólogo no 3T 2018, menos 2,7 p. p. do que no 2T, com o qual o seu crescimento desacelerou pelo segundo trimestre consecutivo. Por segmentos, o preço das habitações existentes aumentou 9,2%, enquanto o das novas habitações avançou 5,7%. Da mesma forma, o preço da habitação cresceu 1,0% em cadeia no 3T 2018, a menor taxa dos últimos três anos. Nos próximos trimestres, espera-se que a desaceleração dos preços da habitação continue de forma gradual, juntamente com a estabilização da atividade turística e um menor dinamismo da atividade mundial, forças que contribuirão especialmente para o dinamismo dos preços dos imóveis nos últimos anos.

A concessão de crédito mantém uma dinâmica forte. Em outubro, o saldo total dos empréstimos a particulares aumentou pelo terceiro mês consecutivo (+0,2% homólogo), uma situação que não ocorria desde 2011. Por sua vez, em termos de crédito às empresas, a nova produção aumentou 13,5%. No entanto, em termos líquidos, o stock de crédito contraiu 4,6%, devido às vendas de carteiras de crédito. Apesar destas dinâmicas positivas, o contexto não está isento de riscos. Neste sentido, no seu Relatório de Estabilidade Financeira de dezembro, o Banco de Portugal faz referência aos aumentos súbitos e acentuados dos prémios de risco (que provocam uma redução do valor dos ativos, especialmente relevante por causa da exposição do setor bancário a títulos de dívida pública) como um dos riscos para a estabilidade financeira de Portugal nos próximos trimestres.

Portugal: emprego e população ativa

Índice (100 = 3T 2008)

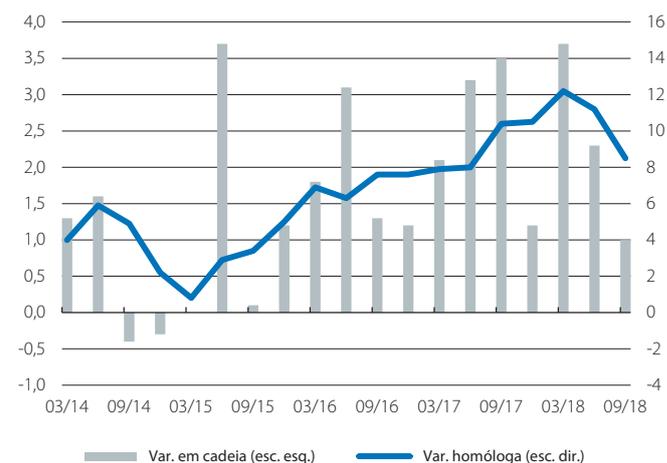


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Datastream.

Portugal: preço da habitação

Variação em cadeia (%)

Variação homóloga (%)



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

Portugal: crédito ao setor privado

Outubro de 2018

	Saldo (milhões de euros)	Variação homóloga (%)
Crédito a particulares	120.514	0,2
Crédito à habitação	97.977	-1,1
Crédito ao consumo e outros fins	22.537	6,1
Consumo	15.278	13,2
Crédito às empresas	70.849	-4,6
Não promotores imobiliários	64.733	-4,4
Promotores imobiliários	6.116	-6,7
Crédito total ao setor privado *	191.363	-1,6

Nota: * Crédito concedido ao setor privado não financeiro.

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

A indústria automóvel lidera as exportações de bens

A importância das exportações de automóveis¹

Nos últimos anos, o cluster automóvel em Portugal adquiriu maior peso económico em termos de criação de PIB. Atualmente, o setor automóvel é responsável por cerca de 8,5% da produção da indústria portuguesa e por 2,1% da produção total da economia nacional. Representa também 0,7% do emprego total e 4,8% do emprego no setor industrial.² Além disso, segundo a Associação do Comércio Automóvel de Portugal (ACAP) em 2017 foram fabricados 176.000 automóveis (um aumento homólogo de 7%) e, destes, a AutoEuropa (do grupo Volkswagen) foi responsável por mais de 60%.³ Por último, o setor possui uma forte orientação para a exportação, evidenciada pelo facto de que, em 2017, segundo a ACAP, cerca de 96% da produção de automóveis era destinada à exportação, um número que subiu para 99% na categoria de veículos ligeiros.

Com estes números, não surpreende que o setor automóvel tenha um papel fundamental no desempenho das exportações de bens de Portugal. Como mostra o primeiro gráfico, no último período de 2018 as exportações da indústria automóvel atingiram 13,0% das exportações totais de bens (o maior valor desde o final de 2004) e 3,7% do PIB (um máximo histórico). Adicionalmente, como é possível observar no segundo gráfico, em outubro de 2018, as exportações do setor registaram um crescimento de 39,4% em termos homólogos (atingindo 7.500 milhões de euros no acumulado de 12 meses). Assim, se combinarmos estes números com o facto de que as exportações de bens do conjunto da economia cresceram 6,5%, obtemos que o setor automóvel representou mais de 70% da evolução do total das exportações no passado mês de outubro.

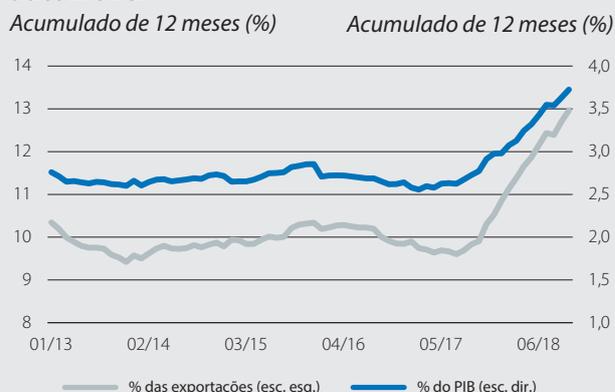
Como é que esta fotografia da indústria automóvel portuguesa pode ser comparada com outras economias? Se olharmos para países com uma dimensão semelhante em termos de PIB, como a República Checa ou a Hungria, o setor automóvel possui um maior peso. Especificamente, segundo dados de 2017, as exportações do setor representaram cerca de 21% e 18% do total das exportações, respetivamente. Em contraste, economias mais desenvolvidas, mas com uma população semelhante à de Portugal, como a Bélgica e a Áustria, a indústria automóvel representa

1. Os números apresentados incluem todos os veículos automóveis e tratores, chassis e carroçarias, peças e acessórios para automóveis, e reboques e semirreboques incluídos na Nomenclatura Combinada NC8.

2. Ver Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia de Portugal (2018), «A indústria automóvel na economia portuguesa», Assuntos Económicos, n.º 61, novembro.

3. A maior parte dos veículos produzidos em Portugal são ligeiros, principalmente automóveis de passageiros (72% da produção total).

Portugal: peso das exportações do setor automóvel*



Nota: * Inclui todos os veículos motorizados, chassis, carroçarias, reboques e semirreboques, peças e acessórios para automóveis.

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

Portugal: exportações de automóveis, peças e componentes



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

uma fração da economia semelhante ao caso português. Assim, em 2017, as exportações do setor representaram cerca de 11% do total das exportações na Bélgica, enquanto na Áustria o valor foi de 9%.

Por subsectores, a indústria automóvel divide-se em três grandes grupos: veículos automóveis para todos os fins, incluindo tratores; peças e acessórios para automóveis; e chassis, carroçarias, reboques e semirreboques. Os dados até outubro de 2018 (acumulado de 12 meses) mostram que o primeiro subsector representa 59% das exportações; o segundo, perto de 40%, e o terceiro pouco mais de 1%. Há um ano, os dois principais subsectores estavam em pé de igualdade com valores perto dos 49%, mas em 2018 ocorreu uma recuperação significativa da venda de viaturas automóveis, como resultado de um maior compromisso com a sua produção.

Por regiões, a área metropolitana de Lisboa (AML) lidera as exportações do setor automóvel com uma quota de 42%, uma vez que inclui o distrito de Setúbal, onde se situa a AutoEuropa (do grupo Volkswagen); segue-se a região Norte, que representa 36% das exportações do setor, e onde se destaca um grande conjunto de empresas com foco nas peças e acessórios para automóveis. Em terceiro lugar, outra grande parte das exportações procedem da região Centro, com um peso de 19%, através das unidades da PSA de Mangualde (Grupo Peugeot Citroën) e da Renault de Cacia.

Finalmente, apesar do dinamismo exportador do setor automóvel no seu conjunto, em termos líquidos, a balança comercial do setor mantém um saldo negativo. No entanto, esta situação melhorou significativamente no último ano: em outubro de 2018, o saldo do setor automóvel situou-se em -1.300 milhões de euros, face aos -2.700 milhões de euros em outubro de 2017. Além disso, os diferentes subsectores apresentam diferentes situações: grande parte do défice procede do subsector das viaturas automóveis, dado que a procura doméstica por automóveis é satisfeita, praticamente de forma exclusiva, com elevadas importações do exterior (como vimos, quase toda a produção interna destina-se à exportação). Por outro lado, o subsector das peças para viaturas automóveis e acessórios apresenta um *superavit* desde o final de 2015, dado que nos últimos anos expandiu-se além do fornecimento a clientes internos (especificamente, para empresas de montagem e exportação de veículos, função para a qual o subsector foi inicialmente desenvolvido) e que se lançou no mercado da exportação com o fornecimento para fábricas fora do país.

Perspetivas futuras

O automóvel é um bem de consumo durável e, como tal, a sua compra requer uma despesa elevada por parte das famílias: é por este motivo que a indústria automóvel é tradicionalmente muito sensível à evolução do ciclo económico. No caso de Portugal, dado que o setor possui uma forte orientação para a exportação, isto significa que a indústria terá que enfrentar um ambiente internacional condicionado por possíveis aumentos nas tensões geopolíticas e pelo aperto das condições financeiras. Além disso, neste sentido, é de salientar que, atualmente, as exportações automóveis de Portugal estão concentradas num número relativamente pequeno de países. Especificamente, com dados de outubro de 2018, Espanha lidera as compras de produtos da indústria automóvel portuguesa, com 22,1%, seguida pela Alemanha e França, com 18,5% e 18,4%, respetivamente, e o Reino Unido com 8,8%. Ou seja, na totalidade, estes quatro países absorveram 67,8% das exportações da indústria automóvel portuguesa.

Finalmente, o setor também enfrenta importantes desafios a médio e longo prazo, como as novas exigências

derivadas de um maior controlo dos gases poluentes e a consequente introdução de alternativas aos motores alimentados a combustíveis fósseis, o que poderá provocar uma readaptação do setor. Face a estes e outros desafios, a indústria automóvel nacional efetuou investimentos significativos por intermédio de programas para aumentar a competitividade nacional em setores de intensidade tecnológica média-alta. De acordo com o Ministério da Economia, desde o arranque destes programas operacionais⁴ o investimento total atingiu 211 milhões de euros, dos quais 80,5% correspondem à indústria de componentes automóveis. Existem também investimentos em I&D financiados principalmente por recursos próprios das empresas do setor.⁵

Em suma, a indústria automóvel aumentou a sua capacidade produtiva por intermédio da inovação e tecnologia, bem como através de melhorias na qualificação da mão-de-obra, na competitividade e na internacionalização de empresas, com o objetivo de desenvolver este setor considerado estratégico para a economia portuguesa.

4. De 2014 a agosto de 2018.

5. Ver nota 2 no rodapé da página anterior.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Índice coincidente para a atividade	1,7	2,9	2,5	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Indústria										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	2,3	0,5	-1,8	-1,0	-3,8	-0,5	-0,1	-2,9
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	2,1	0,0	0,4	0,9	1,6	-1,2	-1,1	-0,7
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,9	19,8	9,0	11,4	12,7	...	...	12,7	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	15,7	23,7	18,4	...	...	18,4	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - taxação)	3,8	5,0	5,4	6,1	6,2	...	...	6,2	...	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	11,2	7,6	3,8	5,0	4,0	2,5	1,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	13,2	14,4	16,5	18,3	14,5	16,7	8,6	11,7
Consumo										
Vendas no comércio a retalho	2,7	4,1	5,9	2,6	2,3	2,4	3,5	0,9	5,7	4,5
Indicador coincidente do consumo privado	1,9	2,6	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	1,6	1,4	1,2
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,0	2,8	-1,4	-1,4	-1,3	-1,5	-0,4	-3,4
Mercado de trabalho										
População empregada	1,2	3,3	3,2	2,4	2,1	2,2	2,0	2,1	1,7	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	7,9	6,7	6,7	6,8	6,9	6,6	6,7	...
PIB	1,9	2,8	2,2	2,4	2,1	...	...	2,1	...	...

Preços¹

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	07/18	08/18	09/18	10/18	11/18
Inflação geral	0,6	1,6	0,9	1,2	1,8	2,2	1,3	1,8	0,8	0,9
Inflação subjacente	0,8	1,3	0,9	0,9	1,3	1,8	0,7	1,4	0,3	0,5

Sector externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

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

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

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

Um ano de transição para níveis de crescimento mais sustentáveis

A economia espanhola continua com perspectivas favoráveis.

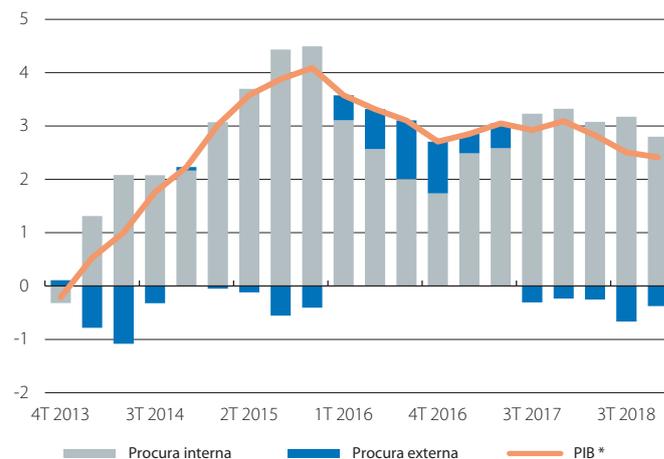
Os últimos dados disponíveis sugerem que a economia espanhola fechará 2018 com um crescimento de 2,5% e, para 2019, prevemos que a economia continue a crescer a um ritmo elevado, embora com um registo mais contido do que no ano passado. Mais especificamente, esperamos uma evolução de 2,1%, um valor semelhante às previsões de outras instituições, como as do Banco de Espanha, que no seu último relatório trimestral sugere um crescimento de 2,2% para 2019. Esta estabilização do ritmo de expansão deve-se ao desvanecimento de fatores de apoio que proporcionaram maior robustez ao crescimento nos últimos anos (baixos preços do petróleo, compressão das taxas de juro e aceleração do crescimento global) e um menor impulso cíclico. No entanto, o crescimento estabilizar-se-á em níveis elevados e mais em linha com o potencial da economia, que anda em torno de 1,8%. Por componentes, prevemos que a procura interna continue a ser o principal motor de crescimento, graças ao bom desempenho do mercado de trabalho e ao bom clima de confiança, enquanto esperamos que as exportações recuperem, pelo menos de forma parcial, de alguns trimestres com um crescimento abaixo do que era de esperar. Mesmo assim, a pressão que a procura interna vai exercer sobre as importações leva-nos a prever que a contribuição líquida do setor externo para o crescimento será muito limitada.

Os indicadores de atividade sugerem um bom fecho de ano e o modelo de previsão do PIB do BPI Research prevê um crescimento em cadeia de 0,61% no 4T 2018, um registo semelhante ao do 3T. O saldo do conjunto dos indicadores é positivo e refletiu-se numa previsão de crescimento que foi evoluindo ao longo do mês. Mais especificamente, os últimos indicadores apresentaram trajetórias tanto em termos de sentimento (em novembro, o PMI industrial subiu 0,8 pontos para 52,6 pontos e a confiança do consumidor subiu 0,6 pontos para -6,6 pontos), como de atividade no setor industrial (em outubro, a produção industrial cresceu 0,8% em termos homólogos, +1 p. p. em comparação com o mês anterior) e de consumo (em outubro, as vendas a retalho recuperaram fortemente e cresceram 4,5% em termos homólogos, 3 p. p. acima do valor de setembro). Além disso, este bom desempenho não foi afetado pela desaceleração das exportações (3,0% homólogo em setembro, -2 p. p. em comparação com o mês anterior).

O mercado de trabalho continua a criar emprego e confirma-se a recuperação dos salários. O número de inscritos na Segurança Social cresceu 2,9% em termos homólogos em novembro, fazendo com que, desde novembro de 2017, o número de inscritos tenha aumentado em 527.869 pessoas, um valor muito significativo que ajuda a explicar o bom desempenho da procura interna e o bom clima de confiança na economia. No entanto, em comparação com os 3,1% de outubro, o registo de novembro foi sólido mas já em linha com a expectativa de que a criação de emprego vai estabilizar de forma gradual nos próximos trimestres. Por sua vez, os últimos dados do INE mostram que os

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (%)

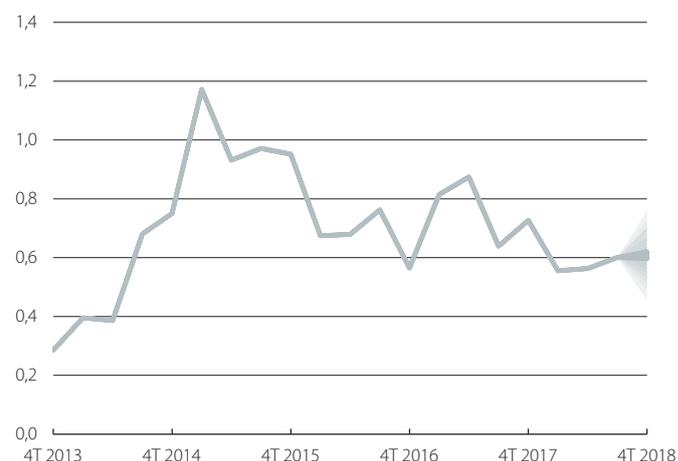


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: PIB

Variação em cadeia (%)



Nota: Intervalo de confiança de 90%.

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.

custos da mão-de-obra por hora efetiva cresceram 2,5% em termos homólogos no 3T, um registo claramente superior aos 1,2% do 2T e à média de 2017 (0,0%) e relativamente em linha com o valor do 3T para o conjunto da Zona Euro (2,2%). Desta forma, confirma-se a recuperação progressiva dos salários, que prevemos que vá continuar nos próximos trimestres. Além disso, neste sentido, o governo aprovou no último Conselho de Ministros o aumento do salário mínimo para 900 euros (+22,3%) e um aumento salarial para os funcionários públicos em 2019 de 2,25% fixo (com um adicional de 0,25% para os funcionários da Administração Central), ao qual se poderiam juntar outros 0,25% se o crescimento do PIB ultrapassar os 2,5%.

A taxa de poupança cai ligeiramente no 3T e situa-se em 4,7% do rendimento bruto disponível (RBD), 0,2 p. p. abaixo do valor registado no trimestre anterior. O comportamento da poupança reflete a evolução positiva do consumo privado que, em termos nominais, cresceu 4,0% homólogo no 3T. No entanto, a recuperação gradual do RBD, que cresceu 2,7% em termos homólogos, 0,6 p. p. acima do registo do 2T, permitiu que a queda da taxa de poupança fosse menor do que nos trimestres anteriores. Para os próximos trimestres, graças ao aumento do emprego e dos salários, esperamos que as famílias moderem ligeiramente o crescimento do consumo e aproveitem a melhoria prevista para os seus rendimentos, de forma a começarem a reconstruir as suas reservas de poupança.

Os bens energéticos continuam a pesar no superavit da balança corrente. O saldo da balança corrente situou-se em 12.254 milhões de euros em outubro (1,02% do PIB), valor inferior ao do mês de outubro de 2017 (1,80% do PIB). Esta diferença, de -8,522 milhões de euros é explicada quase na sua totalidade pela deterioração do saldo comercial dos bens energéticos, cuja contribuição em outubro voltou a ser negativa e deteriorou 0,12 p. p. do PIB face ao mês anterior. Para o fim do ano, a queda do preço do petróleo em novembro e dezembro poderá trazer algum alívio para a deterioração da balança comercial.

O preço da habitação continua a crescer com robustez no 3T, com um aumento de 7,2% em termos homólogos (de acordo com o preço de compra do INE), mais 0,4 p. p. do que no trimestre anterior e acima da média de 2017 (6,2%). Este valor está em linha com os sólidos indicadores da procura (compra e venda) e oferta (investimento residencial) disponíveis para o 3T, que sugerem um bom dinamismo do mercado imobiliário. No entanto, o valor do indicador contrasta com o registo de crescimento dos preços divulgado pelo Ministério de Fomento espanhol (série baseada nos preços de avaliação) para o 3T, que mostrou alguma contenção no crescimento dos preços da habitação. Este comportamento divergente não nos deveria surpreender se considerarmos que ambas as séries baseiam-se em diferentes fontes de dados, embora seja de destacar que o indicador do INE – ao utilizar preços de transação das habitações fornecidos por dados de cartórios notariais, em vez de avaliação – deveria ser um indicador mais fiável tendo em vista a evolução dos preços no mercado imobiliário. Para os próximos trimestres, esperamos que os preços continuem a crescer solidamente, graças ao bom desempenho da procura e a condições financeiras acomodáticas, embora com um ritmo ligeiramente inferior ao dos níveis alcançados nos últimos trimestres.

Espanha: custo da mão-de-obra por hora *

Varição homóloga (%)

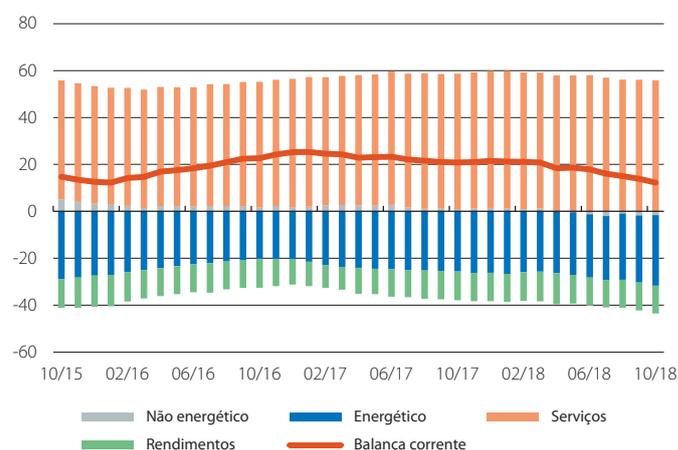


Nota: * Série ajustada de sazonalidade e ajustada por efeitos de calendário.

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

Espanha: saldo da balança corrente

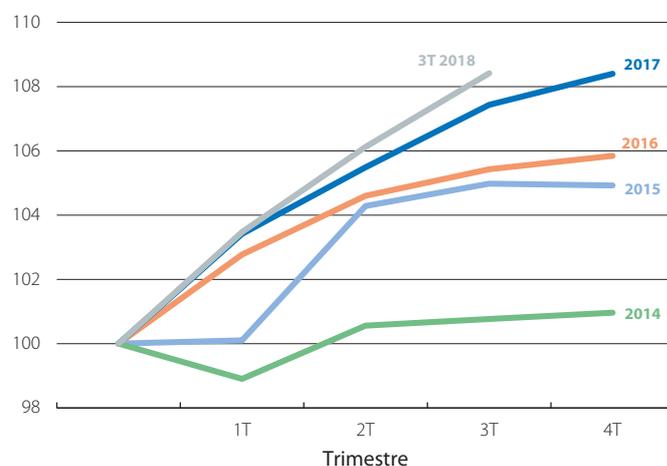
Acumulado de 12 meses (milhares de milhões de euros)



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

Espanha: preço da habitação com base nas compras e vendas

Índice (100 = ano anterior)



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

Será que um maior dinamismo dos salários significará uma inflação mais elevada em Espanha?

Durante o ano de 2018, a taxa de inflação subjacente permaneceu estável apesar do dinamismo do mercado de trabalho. Em parte, isto ocorre porque os salários ainda não cresceram significativamente. Porém, para os próximos anos, tudo indica que a recuperação dos salários vai ganhar força, o que poderia provocar o aumento da taxa de inflação. Assim, a seguir exploramos a ligação entre a recuperação dos salários e a taxa de inflação.

Dinâmicas recentes da inflação

Espanha vai fechar 2018 com uma taxa de inflação de cerca de 2% num ano em que, após iniciar com registos de cerca de 1% no 1T 2018, a mesma foi aumentando. No entanto, grande parte deste aumento deve-se à evolução dos preços da energia, altamente voláteis e muito dependentes do preço do petróleo. Por outro lado, a taxa de inflação subjacente, que exclui as componentes voláteis (energia e preços de alimentos não transformados) e reflete melhor as tendências inflacionárias de fundo, permaneceu relativamente estável e em níveis contidos (cerca de 1% na maior parte do ano).

A estabilidade da inflação subjacente nestes níveis baixos contrasta com o dinamismo do mercado de trabalho. Entre 2013 e 2018, a taxa de desemprego tem vindo a diminuir a um ritmo de 2 p. p. por ano, de modo que atualmente existem praticamente mais 2 milhões de empregados do que em 2013. A curva de Phillips, que relaciona a situação do mercado de trabalho com a taxa de inflação, ilustra bem o contraste entre ambas as dinâmicas durante os últimos anos. Como mostra o segundo gráfico, a curva de Phillips da economia espanhola sugere que, devido ao atual nível de desemprego, deveríamos observar uma taxa de inflação subjacente claramente mais elevada (ligeiramente acima de 1,5%).

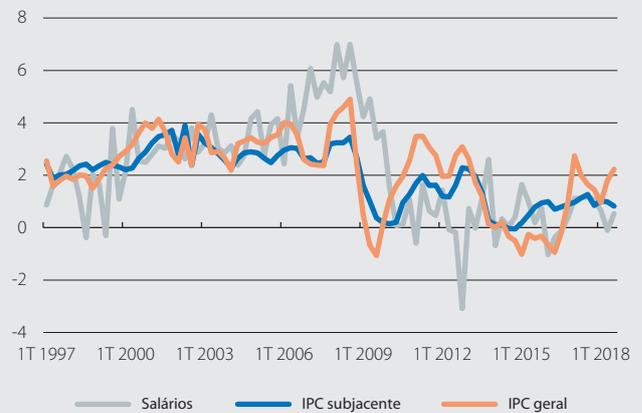
A dissociação entre o mercado de trabalho e a inflação

Esta aparente dissociação entre a taxa de inflação e o mercado de trabalho é um fenómeno generalizado entre as principais economias do mundo. Em particular, estudos académicos indicam três grandes tipos de explicações: a estabilidade das expectativas de inflação, mudanças estruturais relacionadas com a globalização e as

1. Ver Stock, J. e Watson, M. (2018), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Working Paper. Em termos da curva de Phillips, estes são fatores que causam um nivelamento da curva ou a sua deslocação para dentro. Outra explicação para esta aparente dissociação entre a taxa de inflação e o mercado de trabalho é a não-linearidade da curva de Phillips (ou seja, o facto de a sensibilidade da inflação no mercado de trabalho aumentar com a redução do desemprego, como ilustram, por exemplo, Donayre, L. e Panovska, I. (2016), «Nonlinearities in the U.S. wage Phillips curve», Journal of Macroeconomics): uma situação que, como reflete o segundo gráfico, também se verifica no caso de Espanha.

Espanha: evolução dos preços e dos salários

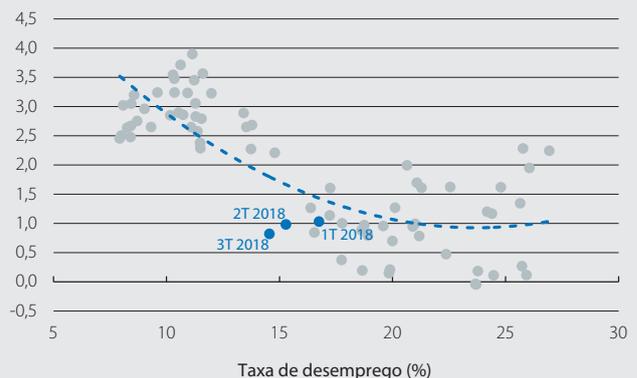
Variação homóloga (%)



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

Espanha: curva de Phillips

Taxa de inflação subjacente (%)



Nota: Cada ponto é um trimestre diferente entre o 1T 2002 e o 3T 2018. A azul estão os três primeiros trimestres de 2018.

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

novas tecnologias, e problemas de mediação.¹ Pormenorizadamente, uma primeira explicação possível é que as expectativas de inflação (que são um fator importante para a taxa de inflação finalmente observada) tornaram-se mais estáveis (e, portanto, menos sensíveis ao ciclo económico) graças à credibilidade da política monetária para atingir as metas de inflação. Em segundo lugar, a globalização² e as tecnologias digitais facilitam a deslocalização da produção e aumentam a componente global da cadeia de formação de preços, fazendo com que a taxa de inflação interna se torne mais sensível ao ciclo económico global e menos sensível ao ciclo interno. Além disso,

2. Ver Wei, S. e Xie, Y. (2018), «On the Divergence between CPI and PPI as Inflation Gauges: The Role of Supply Chains», NBER Working Paper n.º 24319.

tanto o aumento do poder de mercado das empresas observado nas últimas décadas³ como os avanços tecnológicos que incentivam uma utilização relativamente maior do capital também reduzem a influência do fator trabalho na construção dos preços. Finalmente, existem economistas que argumentam que esta perda de sensibilidade entre a taxa de inflação e o mercado de trabalho é, em parte, um artifício estatístico resultante de problemas para medir corretamente os verdadeiros níveis de desemprego e de inflação.⁴

A sensibilidade da taxa de inflação face aos salários

A fim de aprofundar a relação entre o mercado de trabalho e a inflação, vamos agora estudar um dos canais através do qual a recuperação do mercado de trabalho se transmite para a inflação: o crescimento dos salários. Até agora, a redução do desemprego transmitiu-se discretamente para o crescimento salarial. Especificamente, de acordo com as contas nacionais, a remuneração por empregado a tempo inteiro aumentou a um ritmo médio anual de 0,5% entre 2013 e 2018. No entanto, os salários acordados pelas convenções coletivas têm mostrado um maior dinamismo: de um crescimento homólogo de 0,4% desde o início de 2013 para 1,7% no final de 2018. Assim, as convenções coletivas sugerem que o crescimento dos salários no conjunto da economia poderia ser ligeiramente mais sólido nos próximos trimestres.

Isto terá um impacto significativo na inflação? O cabaz de preços de referência, ou seja, o índice de preços no consumidor (IPC), inclui produtos muito diversos e, como tal, com diferentes sensibilidades ao ciclo económico nacional (por exemplo, alguns deles estão altamente integrados na cadeia produtiva global e, portanto, os seus preços são determinados internacionalmente). Por conseguinte, para responder à nossa questão, desagregámos o IPC⁵ em cerca de 100 componentes e, tanto para Espanha como para o conjunto da Zona Euro, analisámos a sensibilidade histórica de cada uma destas componentes no que diz respeito à evolução dos salários.⁶

Assim, a partir das relações históricas entre preços e salários, identificámos as componentes do cabaz do IPC cujos preços respondem positivamente a um aumento dos salá-

3. Ver Loecker, J. e Eeckhout, J. (2017), «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», NBER Working Paper n.º 23687.

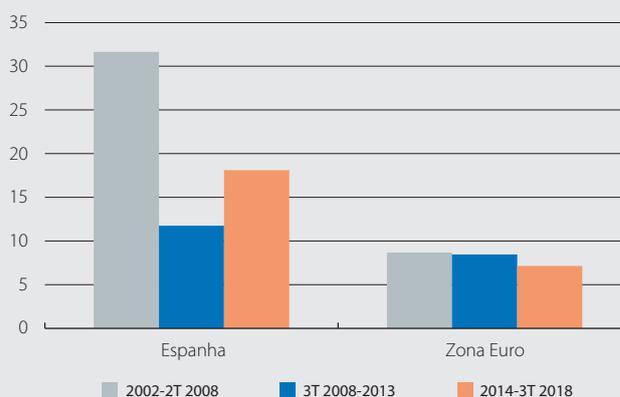
4. Ver, por exemplo, o Focus «Para além da taxa de desemprego», na IM12/2017.

5. Focamos a análise no IPC harmonizado (IHPC) para tornar os resultados comparáveis entre as economias da Zona Euro.

6. Para cada componente do IHPC, e em cada região, estima-se a regressão $\pi_{i,t} = \alpha + \rho \pi_{i,t-1} + \beta \text{salário}_{i,t-j} + \Omega \text{petróleo}_t + \varepsilon_{i,t}$ para $j = 0, 1, \dots, 4$. π é a inflação da componente; *salário*, o crescimento salarial, e *petróleo* o crescimento do preço do petróleo. Esta análise é efetuada com dados trimestrais a partir de 2002 e para três amostras de tempo diferentes: 2002-2T 2008, 3T 2008-2013 e 2014-3T 2018. Dentro de cada amostra, dizemos que uma componente é sensível ao crescimento dos salários quando o coeficiente β é significativamente positivo em pelo menos uma das cinco estimativas (ou seja, em $j = 0, 1, \dots, 4$).

Sensibilidade da tx. de inflação face aos salários

Peso dos preços sensíveis ao crescimento salarial no conjunto do cabaz do IHPC (%)



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

rios. Em linha com a perda de sensibilidade da taxa de inflação para o mercado de trabalho mencionada anteriormente, o nosso exercício mostra que, em Espanha, o peso dos preços sensíveis ao crescimento dos salários diminuiu significativamente: em particular, estas componentes deixaram de representar cerca de 30% da totalidade do cabaz no período entre 2002 e o 2T 2008 (a fase de expansão anterior) para algo inferior a 20% no período mais recente (ver o terceiro gráfico). De facto, com esta dinâmica, a sensibilidade salarial da inflação espanhola aproximou-se à exibida pela inflação no conjunto da Zona Euro (onde as componentes sensíveis ao crescimento dos salários representam menos de 10%), embora continue a ser significativamente mais elevada do que a das outras principais economias da Zona Euro.⁷

Concluindo, a nossa análise mostra a perda de sensibilidade da taxa de inflação espanhola face ao crescimento dos salários. Isto é coerente com a separação entre a dinâmica da taxa de inflação e o mercado de trabalho observado de forma generalizada entre as principais economias internacionais. No entanto, a perda de sensibilidade da inflação espanhola fez com que a mesma se aproximasse dos seus principais parceiros europeus. Assim, é provável que o maior dinamismo salarial previsto para os próximos anos tenha um impacto moderado na inflação espanhola, especialmente em comparação com a anterior fase de expansão, e que o ritmo de recuperação das pressões inflacionárias subjacentes seja gradual e relativamente semelhante ao do conjunto da Zona Euro.

7. O mesmo exercício aplicado à Alemanha e a França mostra que, nos cabazes do IHPC destas economias, as componentes sensíveis ao crescimento salarial possuem um peso de cerca de 10%.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

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

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18
Inflação geral	-0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,3	1,7	1,2
Inflação subjacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	...

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	09/18	10/18	11/18
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	4,5	4,5	4,3	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	6,2	6,2	6,3	...
Saldo corrente	25,2	21,5	21,5	20,8	17,9	13,8	13,8	12,3	...
Bens e serviços	36,0	33,6	33,6	33,5	29,8	25,7	25,7	24,1	...
Rendimentos primários e secundários	-10,7	-12,1	-12,1	-12,7	-12,0	-11,9	-11,9	-11,8	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	27,8	24,2	24,2	23,8	21,2	17,3	17,3	15,9	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

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

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 Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

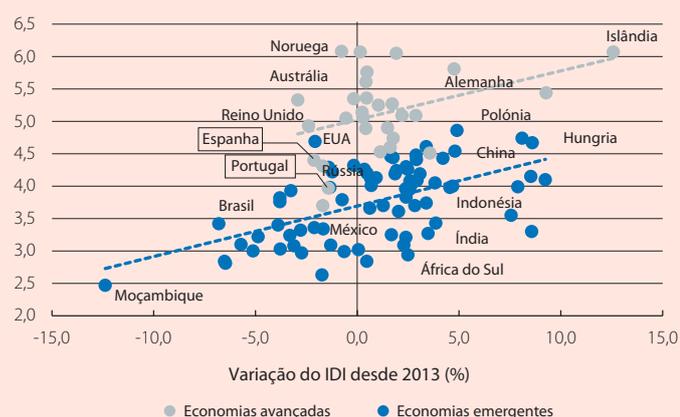
Creascimento inclusivo: as forças do futuro

Segundo a OCDE, o crescimento de uma economia é inclusivo quando se distribui equitativamente pela sociedade e cria oportunidades para todos. O conceito é complexo e requer uma análise detalhada para determinar a evolução do crescimento inclusivo, mas a crescente desigualdade de rendimentos na maioria das economias avançadas indica-nos que a tendência não é exatamente favorável.

Para avaliar melhor em que medida o crescimento económico de um país é inclusivo, o Fórum Económico Mundial desenvolveu um índice que inclui, além da desigualdade dos rendimentos, outras variáveis indicativas do nível de inclusão, como é o caso da

Índice de desenvolvimento inclusivo (IDI)*

Índice 2018



Nota: *Índice de desenvolvimento inclusivo do World Economic Forum. É uma medida agregada de 12 indicadores distribuídos em três pilares diferentes: desenvolvimento económico, inclusão e sustentabilidade. Cada pilar possui o mesmo peso relativo para obter o índice geral. Os valores são distribuídos de 1 a 7, sendo 7 o valor máximo de inclusão.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do World Economic Forum.

esperança de vida, dos índices de pobreza ou do rácio de dependência. Apesar de existirem diferenças significativas entre países, a mensagem final não é muito animadora: o índice ainda não recuperou da deterioração sofrida durante a crise económica. De facto, a persistência da deterioração dos índices de inclusividade do crescimento em vários países alimenta os receios de que entrámos numa fase de exclusão secular (ver gráfico).

Face a esta situação, não surpreende que o crescimento inclusivo seja uma das prioridades na agenda da maioria das instituições internacionais. Nas últimas décadas, vários fatores são apontados como causas da deterioração da inclusão do crescimento, dos quais se destacam, sobretudo, a mudança tecnológica e a globalização. Especificamente, destes fatores questiona-se que, sendo capazes de melhorar a situação do conjunto da população, os seus benefícios e custos não foram distribuídos de forma justa ou equitativa entre os vários indivíduos. À lista de fatores também se acrescenta a lenta adaptação da regulação ao novo contexto económico,

o que implica a existência de assimetrias significativas em termos regulamentares entre determinados setores ou áreas económicas.

A mudança tecnológica: dos computadores à IA e ao *machine learning*

O surgimento dos computadores e a primeira vaga de robotização das fábricas de produção favoreceram enormemente o crescimento económico, mas de forma pouco inclusiva. Concretamente, em muitos países avançados (como nos EUA ou no Reino Unido), a diferença salarial entre os trabalhadores com maior nível de escolaridade (os «qualificados», segundo a gíria económica) em comparação com os que possuem menos estudos (os «não qualificados») aumentou substancialmente.¹ Da mesma forma, os trabalhadores com uma educação mais básica também sofreram de taxas de desemprego mais elevadas. A robotização das fábricas teve um impacto negativo na procura e nos salários dos trabalhadores com um nível de educação relativamente baixo, dado que as novas máquinas eram um bom substituto para as tarefas que executavam. Pelo contrário, os computadores aumentaram a produtividade dos trabalhadores com maior nível de educação, o que também teve um efeito positivo nos seus salários. Em suma, foram mudanças tecnológicas que beneficiaram claramente os trabalhos mais qualificados e que prejudicaram aqueles indivíduos cujos rendimentos do trabalho se situavam em patamares mais baixos da distribuição.

As tecnologias do futuro (algumas já do presente) também terão efeitos nos trabalhadores, embora nesta ocasião não parece que o impacto esteja tão ligado ao nível de educação dos indivíduos. Assim, por exemplo, a inteligência artificial (IA) tem o potencial de afetar trabalhadores muito diferentes dentro do seu nível de qualificação: desde operadores telefónicos ou trabalhadores que acompanham e ajudam idosos (através do desenvolvimento de *chatbots*, por exemplo), até taxistas, tradutores ou médicos (como é o caso dos radiologistas). Sem ir mais além, já podemos observar os primeiros carros sem condutor, programas que analisam imagens médicas e não existem dúvidas que as aplicações de tradução estão a melhorar cada vez mais.

1. Ver Feenstra, R. C. e Gordon, H. (1999), «The Impact of Outsourcing and High-Technology Capital on Wages: Estimates for the United States, 1979-1990», *The Quarterly Journal of Economics* 114.3: 907-940. E também Canals, C. (2006), «What Explains the Widening Wage Gap? Outsourcing vs. Technology», CaixaBank Research, Documentos de Trabalho.

Neste sentido, alguns dos resultados alcançados pelo diretor do programa MIT sobre Economia Digital, Erik Brynjolfsson, juntamente com outros coautores, sugerem que o fenômeno da aprendizagem automática (ou *machine learning*) não vai criar diretamente um aumento da polarização, dado que não existe uma relação evidente entre os empregos que possam ser substituídos mais facilmente por técnicas de *machine learning* e o nível de salários que estes empregos possuem atualmente.² No entanto, esta e outras tecnologias que estão a ser desenvolvidas podem vir a acabar por provocar a destruição de muitos empregos, embora também possam ajudar à criação de novos postos de trabalho. Neste sentido, um meio laboral que proteja os trabalhadores que percam o seu emprego e que os ajude a reinserir com sucesso no mercado de trabalho será fundamental (ver o artigo «Políticas de emprego para um crescimento inclusivo» neste mesmo Dossier), bem como políticas educativas que preparem os trabalhadores do futuro para as mudanças que hão de vir (ver o artigo «A educação como alavanca do crescimento inclusivo» neste mesmo Dossier).

A visão dos países emergentes é ligeiramente diferente, dado que neste caso as tecnologias de informação e comunicação possuem um elevado potencial para melhorar o nível de inclusão. A razão é que estas tecnologias ajudam consideravelmente os trabalhadores do setor primário – que são aqueles com um nível de rendimentos menor – a ter melhor acesso aos mercados onde vendem os seus produtos, aumentando substancialmente os seus rendimentos.³

Offshoring: das indústrias aos serviços e o regresso a casa

Nas últimas décadas, um dos aspetos mais visíveis da globalização tem sido o aumento do *offshoring* (seja através da deslocalização ou do *outsourcing*), especialmente no setor industrial. E, tal como aconteceu com a mudança tecnológica que beneficiou a mão-de-obra qualificada, o *offshoring* do setor industrial impulsionou o crescimento económico, mas tornou-o menos inclusivo. Concretamente, nos países avançados, muitas empresas cortaram o seu processo de produção e transferiram parte do mesmo para outras economias, principalmente as emergentes, a fim de tirarem partido de custos mais baixos (em particular, os custos de mão-de-obra). Isto prejudicou especialmente os trabalhadores menos qualificados nos países desenvolvidos (sob a forma de salários mais baixos e taxas de desemprego mais elevadas).⁴

No entanto, o *offshoring* do futuro também pode ter implicações diferentes sobre o grau de inclusão do crescimento económico. De acordo com um estudo recente de Branstetter, Glenon e Jensen, as empresas norte-americanas aumentaram significativamente o *offshoring* em I+D para países emergentes como a Índia ou a China. Isto deve-se à crescente relevância das tecnologias de informação e de *software* ao nível do desenvolvimento da inovação empresarial, juntamente com o aumento de especialistas nestes dois campos em países emergentes.⁵ Estas dinâmicas sugerem que o *offshoring* dos serviços vai afetar os trabalhadores mais qualificados numa extensão muito maior do que o das indústrias.

Por outro lado, a queda acentuada no preço dos robôs industriais⁶ é um elemento que poderia levar a algum *reshoring* (ou regresso a casa), de alguns dos processos industriais que as empresas tinham transferido para países emergentes. Sem dúvida, isto terá efeitos positivos no mercado de trabalho dos países avançados, dado que os robôs precisam de manutenção e reparação, entre outras tarefas complementares.

Em suma, apesar do futuro ser incerto, o que parece certo é que a inteligência artificial, o *machine learning*, a convivência do *offshoring* das indústrias com o dos serviços e o possível *reshoring* vão influenciar o nível de inclusão do crescimento económico de uma forma muito diferente da do passado. E devemos estar preparados.

2. Ver Brynjolfsson, E., Mitchell, T. e Rock, D. (2018), «What Can Machines Learn, and What Does It Mean for Occupations and the Economy?» AEA Papers and Proceedings, vol. 108.

3. O exemplo da utilização de telemóveis pelos pescadores da região indiana de Kerala é um dos casos de maior destaque. Ver Jensen, R. (2007), «The Digital Divide: Information (Technology), Market Performance, and Welfare in the South Indian Fisheries Sector», *The Quarterly Journal of Economics* 122.3: 879-924.

4. Consultar as referências da nota 1.

5. Ver Branstetter, L. G., Britta, M. G. e Jensen, J. B. (2018), «The IT Revolution and the Globalization of R&D», n.º w24707, National Bureau of Economic Research.

6. Segundo os dados da ARK Invest, os robôs industriais deixaram de custar 131.000 dólares em meados da década de noventa, para passarem a custar 31.000 hoje em dia.

A educação como alavanca para o crescimento inclusivo

A importância da educação para o bem-estar das pessoas em todas as fases das suas vidas é indiscutível. Em termos económicos, indivíduos com níveis de educação mais elevados tendem a desfrutar de melhores taxas de emprego e de rendimentos mais elevados. E tudo faz indicar que nos próximos anos o papel da educação será, se possível, ainda mais importante. Os desafios impostos pelas mudanças tecnológicas e pela globalização afetam o modelo de educação.

De forma geral, o nível de educação de uma pessoa ou sociedade é frequentemente analisado em termos de «quantidade», ou seja, a partir de um ponto de vista relacionado com os anos de educação formal (a margem de extensão). Nesta dimensão, a evidência empírica não deixa margem para dúvidas: quanto mais, melhor, especialmente na primeira infância. Especificamente, a educação durante a primeira infância (dos 0 aos 5 anos) está relacionada com melhores resultados educativos durante o período de formação.¹ Além disso, desde um ponto de vista estritamente económico, vários estudos documentam que o retorno público derivado do investimento na educação pré-escolar para famílias vulneráveis é muito elevado.²

Portanto, políticas destinadas a uma maior participação na educação pré-escolar podem contribuir de maneira bastante significativa para eliminar o efeito que as condições socioeconómicas das famílias possuem na educação a longo prazo dos seus filhos. Neste sentido, a livre prestação desta educação é um caminho promissor: um estudo recente da Universidade da Califórnia em Los Angeles (UCLA)³ estimou que os países que oferecem um ano de educação pré-escolar gratuito possuem uma taxa média de escolaridade nesta faixa etária 16% maior do que em países que não a fornecem gratuitamente. No entanto, de acordo com este mesmo estudo, apenas 45% dos países a nível mundial oferecem um ou mais anos de educação pré-escolar gratuita, embora este número aumente para 62% nas economias avançadas. Por exemplo, em Espanha existe uma oferta pública de educação pré-escolar entre os 3 e os 6 anos, embora não seja obrigatória. No entanto, existem países onde a educação já é obrigatória na primeira infância, como Israel (a partir dos 3 anos de idade) ou o Luxemburgo (a partir dos 4 anos de idade).

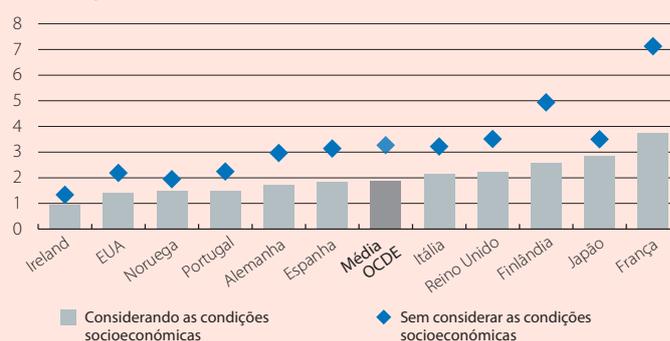
Por outro lado, prolongar os anos de formação após terminar a escolaridade obrigatória não costuma oferecer resultados tão positivos como o facto de ter à disposição um bom serviço educativo durante a primeira infância. Isto é ilustrado por vários estudos nos quais se observa que cerca de 20% dos trabalhadores da OCDE são demasiado qualificados para o seu trabalho, enquanto que cerca de 15% possuem menos qualificações.⁴

Portanto, pode ser muito útil ter um serviço de orientação de qualidade para os vários percursos educativos e de trabalho, após a conclusão da escolaridade obrigatória, para que os alunos possam medir melhor os seus próximos passos e integrar melhor as suas competências e preocupações com a oferta educativa e o mercado de trabalho. Naturalmente, o fornecimento desta informação deve ser acessível para todos os estudantes durante o período de formação e ser pró-ativa, de modo a chegar a todos os alunos.

Um bom exemplo desta política pode ser encontrado na Escócia, onde uma agência governamental que está em contacto permanente com empresas e escolas fornece informação aos alunos sobre as necessidades do mercado de trabalho e que percurso

Escolaridade obrigatória e resultados a matemática

Rácio de probabilidades *



Nota: * O rácio de probabilidade indica por quanto se multiplica a probabilidade de um aluno obter maus resultados a matemática pelo facto de não ter terminado pelo menos um ano de educação pré-obrigatória. Valores maiores que 1 indicam que as probabilidades de obter maus resultados a matemática aumentam no caso dos alunos sem escolaridade obrigatória, se comparados com terem estudado pelo menos um ano na primeira infância.

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

1. OCDE (2016), «Low-Performing Students», capítulo 2.

2. Num estudo efetuado nos anos sessenta nos EUA observaram como as crianças de famílias vulneráveis às quais foi oferecida, aleatoriamente, uma educação pré-obrigatória gratuita desfrutaram de taxas de emprego mais elevadas, melhores salários e menores taxas de criminalidade após 40 anos. Os principais benefícios para as arcas públicas deste investimento procedem de uma maior cobrança de impostos e, sobretudo, da poupança em custos criminais. Ver Schweinhart, L. et al. (2005), «The High/Scope Perry Preschool Study Through Age 40», High/Scope Press.

3. Ver Milovantseva N., Earle, A. e Heymann, J. (2018), «Monitoring Progress Toward Meeting the United Nations SDG on Pre-primary Education: An Important Step Towards More Equitable and Sustainable Economies», International Organisations Research Journal, vol. 13.

4. Concretamente, 13%. Ver, por exemplo, Quintini, G. «Right for the job», OECD Social, Employment and Migration Working Papers.

de formação poderá ser mais útil para cada estudante dependendo, também, das suas motivações. Esta agência fornece orientação nas próprias escolas, bem como através dos seus vários centros, a fim de servir todos os alunos, independentemente da sua idade ou condição socioeconómica.

No entanto, na educação a quantidade não é tudo. De facto, o conteúdo e as formas (a margem intensiva) são cada vez mais determinantes. As políticas de educação devem ter como objetivo fornecer a todas as pessoas as competências que vão precisar no futuro. Atualmente, tudo aponta para o facto de que o contexto económico futuro será mais variável, devido principalmente à velocidade da mudança tecnológica que será ainda mais globalizada. Adaptar a política de educação a este novo contexto não é uma situação trivial.

Por exemplo, a mudança tecnológica ajuda a facilitar a obtenção de informação, sendo que a chave assenta em possuir critérios para poder seleccionar a mais relevante e verídica e saber como comunicá-la assertivamente. Além disso, a mudança tecnológica está a permitir a automatização de muitas tarefas, fazendo com que o trabalho que as pessoas realizam exija maiores competências não-cognitivas (os denominados *soft skills*), como a concentração e planificação, perseverança, autocontrolo ou as relações interpessoais. Finalmente, devido à velocidade da mudança tecnológica e à incerteza da direção para a qual está a evoluir, o sistema educativo também nos deve ajudar a desenvolver uma atitude aberta à mudança e à aprendizagem contínua.

A globalização também vai afetar o tipo de trabalho que será realizado nos países desenvolvidos. Nas últimas décadas, a globalização afetou, acima de tudo, a indústria, mas tudo parece indicar que nos próximos anos também vai chegar ao setor dos serviços. Neste sentido, o prestigiado economista de Princeton, Alan Blinder, acredita que os empregos do setor industrial e dos serviços pouco personalizados vão continuar a perder peso nas economias avançadas em detrimento daqueles serviços mais personalizados, tais como os serviços de consultoria com base na confiança e no atendimento personalizado. Neste tipo de empregos, as interações pessoais costumam ser muito importantes e, desta forma, exigem habilidades comunicacionais, ser espontâneo e criativo. É por isso que Blinder defende uma reforma educativa profunda que dê menos importância à memorização e aos testes padronizados e que, ao invés, priorize o trabalho em equipa e a capacidade de argumentar e dar soluções imaginativas para problemas complexos que nem sempre correspondem necessariamente a uma resposta correta ou incorreta.⁵

Em suma, formar a população do futuro sempre foi um desafio relevante. A partir de agora, perante um futuro incerto e em mudança, este desafio não será relevante mas sim essencial, e o custo de não seguir uma formação e educação contínuas será muito maior. É por esta razão que o sistema educativo terá que ser alvo de uma reeducação. E não se trata de mais educação (que também deve existir) mas sim – e acima de tudo – de uma melhor educação.

5.Ver Blinder, A. (2008), «Offshoring, Workforce Skills, and the Educational System», Global Economic Symposium.

Políticas de emprego para um crescimento inclusivo

A mudança tecnológica, a globalização e a evolução demográfica são grandes tendências globais que estão a mudar o padrão de crescimento, sendo que o mercado de trabalho será um terreno onde se vai notar bastante o seu impacto. A mudança tecnológica está a acelerar as mudanças na estrutura de produção, automatizando processos, destruindo empregos e criando novos, que irão mudar as necessidades de trabalho e as competências necessárias para efetuar novas tarefas. Esta mudança interage com a globalização, que facilita a formação de cadeias de valor globais de bens e, cada vez mais, de serviços e o aumento da concorrência, afetando os preços e salários. Finalmente, o envelhecimento da população reduz a mão-de-obra e altera a sua composição à medida que o número de trabalhadores mais velhos ganha peso. No entanto, os ganhos de produtividade que este novo padrão de crescimento pode fornecer não se vão refletir necessariamente em toda a sociedade se a estrutura e a regulação do mercado de trabalho não se adaptarem. As políticas de emprego devem ser adaptadas em muitas áreas para alcançar um crescimento inclusivo.

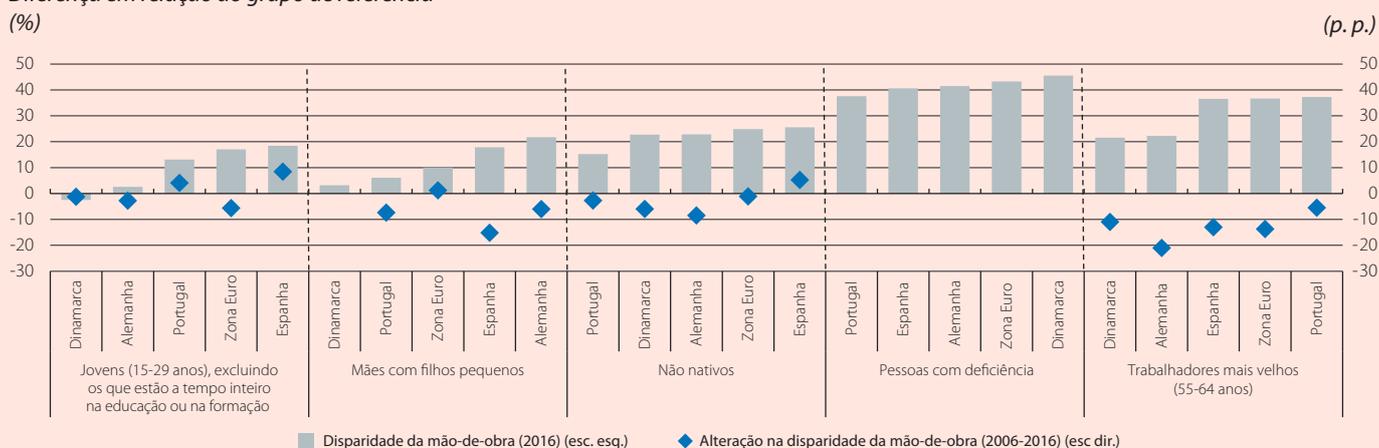
Condição indispensável para o crescimento do emprego é alcançar um crescimento económico sustentável. As grandes tendências mencionadas anteriormente exigem cada vez mais um maior nível de flexibilidade da economia e das relações de trabalho para crescer, dado que é necessária uma redistribuição constante dos fatores produtivos (trabalho e capital). Esta redistribuição para empresas e setores mais produtivos permite aumentar a produtividade e, como resultado, melhorar os salários e os níveis de vida. Além disso, as políticas de proteção do trabalho são fundamentais para promover a resiliência dos mercados de trabalho ao definirem as condições de despedimento e, desta forma, evitar um nível de destruição excessiva de emprego. No entanto, uma proteção exagerada pode dificultar a criação de empregos, reduzindo os incentivos para novas contratações.

Também é importante salientar as consequências negativas que podem derivar de diferenças significativas ao nível da proteção entre diferentes tipos de contratos. Por exemplo, uma proteção muito maior para os contratos sem termo do que para os contratos a prazo incentiva uma maior utilização destes últimos, provocando uma maior rotatividade de pessoal daquela que seria recomendável. Para existir um maior equilíbrio entre flexibilidade e segurança no emprego, a OCDE recomenda a redução das assimetrias entre os diferentes tipos de contratos.¹ Isto também ajuda a estimular o emprego nos setores mais produtivos ao incentivar o investimento em capital humano tanto das empresas como dos trabalhadores.

Adicionalmente, as empresas utilizarão cada vez mais tipos de contratos que permitam vínculos mais flexíveis de forma a reduzir os custos de adaptação a este contexto de mutação incentivado pela mudança tecnológica e a globalização. Por outro lado, os grupos de idade superior também podem precisar de vínculos mais flexíveis, como o trabalho a tempo parcial, para prolongar a sua vida profissional. Todos estes fatores sugerem um aumento nos contratos a prazo e a tempo parcial, do número de trabalhadores independentes ou de novos empregos consoante a procura (o denominado *on-demand employment*). Estes novos contratos acumulam, em níveis distintos, menos direitos do trabalho do que os contratos sem termo, sendo que o seu aumento poderia reduzir a proteção social de uma parte cada vez maior da população. Para contrabalançar esta situação, poderá expandir-se a sua cobertura social, especialmente para os empregos «on-demand» que, de forma geral, carecem de proteção social básica, uma situação que alguns países estão a começar a considerar.²

Disparidade da mão-de-obra por grupos com maior risco de exclusão

Diferença em relação ao grupo de referência *



Nota: * A disparidade de emprego é definida como a diferença entre a taxa de emprego dos homens com idades compreendidas entre os 30 e os 54 anos e a do grupo, expressa na percentagem da taxa de emprego dos homens com idade entre os 30 e os 54 anos. Mães com filhos pequenos são aquelas mães em idade de trabalho com pelo menos uma criança entre os 0 e os 14 anos de idade. Os não nativos são aquelas pessoas nascidas no estrangeiro sem considerar a nacionalidade. Os dados sobre alterações nas disparidades de emprego não estão disponíveis para pessoas com deficiência.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy».

1. OCDE (2018), «Good Jobs for All in a Changing World of Work: The OECD Jobs Strategy», OECD Publishing.

2. Ver o artigo «A economia do *sharing* e o mercado de trabalho» no Dossier da IM07/2018.

As necessidades de mudança do mercado de trabalho também podem aumentar o risco de exclusão em mais setores da sociedade. Atualmente, vários grupos como os jovens, mulheres com filhos, imigrantes, pessoas com deficiência e os idosos, participam menos no emprego do que os homens nativos com idades entre os 30 e os 54 anos (ver o primeiro gráfico). Assim, é importante promover a igualdade de oportunidades e eliminar qualquer tipo de discriminação. A exclusão do mercado de trabalho poderá até ser mais cara agora, dado que um quadro de pessoal mais diversificado permite enfrentar um contexto de constante mudança com maiores garantias. Além disso, o envelhecimento da população aumentará a proporção de trabalhadores mais velhos em risco de exclusão. Os benefícios da diversidade procedem da complementaridade entre trabalhadores. Por exemplo, o FMI estima que, se se conseguisse acabar totalmente com a disparidade de participação entre mulheres e homens, o nível do PIB poderia aumentar substancialmente (14% na Europa e na Ásia Central, e mais de 58% no Norte de África e Médio Oriente), em parte graças à maior produtividade que a diversidade de género acarretaria.³ Uma complementaridade que também poderia beneficiar os restantes grupos seria a integração dos *millennials*, que compreendem melhor as novas exigências do mercado, de imigrantes que facilitam a internacionalização dos negócios ou de trabalhadores mais velhos com muita experiência.

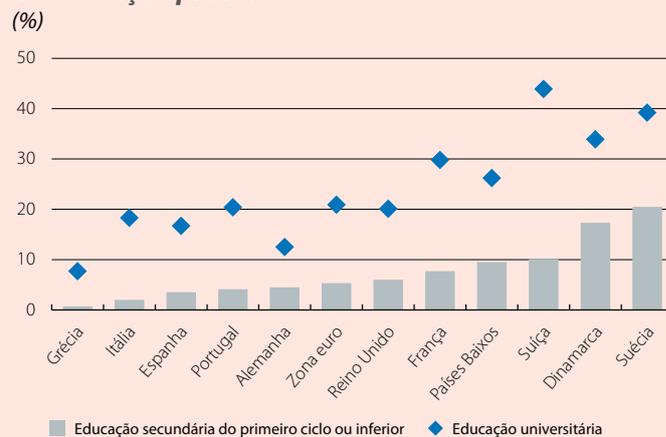
Além disso, as mudanças nas necessidades do mercado de trabalho aumentarão a probabilidade de perda de emprego. Para os trabalhadores mais velhos, ao prolongar a sua vida ativa, é menos provável que se consigam reformar imediatamente após terminarem os benefícios do subsídio de desemprego, pelo que poderiam estar sob um maior risco de desemprego de longa duração.⁴ Além disso, o número crescente de transições entre empregos tornará mais necessário que as mesmas ocorram sem problemas. Para tal, a legislação do trabalho deve concentrar-se na proteção do trabalhador e não do posto de trabalho. O país de referência é a Dinamarca, com a denominada «flexisegurança»: uma legislação do trabalho muito flexível, mas com subsídios de desemprego relativamente generosos e um forte apoio a políticas ativas para facilitar uma reintegração bem-sucedida no mercado de trabalho.

Finalmente, queremos destacar que uma parte fundamental das políticas ativas consistirá cada vez mais em preparar os trabalhadores para alterações relacionadas com a mudança tecnológica e a globalização, como também aqueles que, ao contarem com vidas profissionais mais longas, ficarão expostos durante um período mais longo. Políticas de formação ativa, complementando as políticas de educação mencionadas no artigo anterior, devem ajudar os trabalhadores a formarem-se constantemente e serem capazes de se adaptar às novas competências requeridas. Uma situação que acontece menos do que seria de desejar, particularmente para aqueles com menos formação (ver o segundo gráfico). A formação para potencializar estas novas competências será recompensada no mercado de trabalho com uma maior empregabilidade e salários mais altos, mas exigirá esforços. Uma ferramenta útil para facilitar este processo é a criação de contas pessoais que acumulam direitos ao longo da vida profissional e que os trabalhadores podem utilizar para cobrar um subsídio de desemprego em caso de perda de emprego, mas também para pagar cursos de formação – este elemento facilita a adoção de novas competências necessárias para mudar de emprego ou setor.

Além de dedicar mais recursos às políticas ativas, será necessário garantir a sua eficácia. Várias análises sugerem que a sua eficácia a curto prazo é baixa, mas que a médio prazo aumenta, particularmente no caso daquelas políticas destinadas à acumulação de capital humano.⁵ Em qualquer caso, o seu impacto dependerá das necessidades específicas e do perfil de cada indivíduo, sendo que um diagnóstico preciso e precoce será fundamental. Felizmente, as novas tecnologias são uma grande ajuda: os algoritmos podem desempenhar um papel importante para compreender qual das ações é mais benéfica para os desempregados. Países como a Austrália ou os Países Baixos já utilizam técnicas de diagnóstico automatizado visando a empregabilidade dos candidatos a empregos, sendo que já foram realizados projetos-piloto em Espanha.⁶

Em suma, repensar em profundidade as políticas de trabalho para as quais qualquer ajuda, mesmo que proceda de um robô, nunca é pouca.

Participação na formação contínua por nível de educação prévio *



Nota: * População entre 25 e 64 anos que participou em atividades de educação contínua nas últimas quatro semanas (2017).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE (2018). «Economic Survey of Spain».

3. Ver, Lagarde, C. e Ostry, J. D. (2018), «The macroeconomic benefits of gender diversity», VoxEU blog.

4. OCDE (2017), «Preventing Ageing Unequally», OECD Publishing.

5. Ver Card, D., Kluge, J. e Weber, A. (2017), «What Works? A Meta Analysis of Recent Active Labor Market Program Evaluations», Journal of the European Economic Association, vol. 16(3).

6. Ver Felgueroso, F., García Pérez, J. I. e Jiménez-Martín, S. (2018), «Perfilado estadístico: un método para diseñar políticas activas de empleo», Fundación Ramón Areces, Fedea.

Coesão social e crescimento inclusivo: indissociáveis

A coesão social e o crescimento económico inclusivo são dois conceitos indissociáveis e que se retroalimentam. Portanto, num país onde o crescimento é mais inclusivo, é mais fácil aumentar a coesão social. Da mesma forma, também parece mais fácil executar medidas que favoreçam um crescimento mais inclusivo num país com maior nível de coesão social. Afinal, a coesão social é um dos fatores que permitem que o crescimento económico seja inclusivo. No entanto, o mesmo relacionamento também funciona na direção oposta. Assim, quando o crescimento se torna menos inclusivo, por exemplo, porque o contexto regulamentar não está adaptado às mudanças na estrutura produtiva resultantes da mudança tecnológica ou da globalização, existe o risco de que a coesão social se deteriore, com tudo o que isso implica. No contexto atual, analisar a coesão social de um país é fundamental para determinar a sua capacidade para enfrentar os desafios que nos são apresentados.

Antes de abordar este assunto, convém salientar que quando falamos de coesão social neste artigo, referimos o estado dos diferentes tipos de interação entre os membros de uma sociedade.¹ Estes tipos de interação incluem, por exemplo, a confiança, o sentimento de pertença, a vontade de participar, a vontade de ajudar e qualquer comportamento derivado dos mesmos.

Dotados de uma boa definição, podemos agora analisar o estado da coesão social nos principais países desenvolvidos e a sua relação com o crescimento económico inclusivo. Para tal, construímos um índice, o indicador agregado de coesão social (IACS), que nos permite agregar e sintetizar numa única métrica as informações contidas nos 33 indicadores de coesão social que a OCDE tem à disposição. Destaque para o facto destes indicadores cobrirem a totalidade das interações sociais que compõem o conceito de coesão social e que podem ser agrupados em cinco pilares de acordo com o tipo de interação: satisfação pessoal, contexto social, confiança, agitação política e índices de criminalidade. Para construir o nosso índice, classificámos as diferentes variáveis referidas pela OCDE, a maior parte das quais quantifica o estado das interações sociais com base em inquéritos nacionais (alguns exemplos são a percentagem de pessoas que têm alguém próximo delas em quem se apoiar, a confiança em instituições ou a insegurança quanto ao emprego) em cada um dos pilares de cada país e, *a posteriori*, fizemos uma média para os diferentes países. Concedemos um peso de 20% para cada um dos pilares, apesar de verificarmos que os resultados obtidos são robustos para diferentes atribuições dos pesos.

É relevante constatar que os países nórdicos, caracterizados por possuir uma elevada qualidade institucional,² estão no topo da lista. Por outro lado, as economias emergentes, com instituições menos robustas e consolidadas, são aquelas com níveis mais baixos de coesão social, e que a coesão social é determinada, em parte, pelo nível de desenvolvimento das instituições de cada país.³

Em Espanha, o grau de coesão social encontra-se numa posição intermédia, embora abaixo da média da OCDE, de acordo com o IACS. Positivamente, destaque para os elevados níveis de satisfação pessoal e o dinamismo do contexto social, e em contraste, encontramos baixos níveis de confiança nas instituições.⁴ Por sua vez, Portugal está um pouco abaixo de Espanha, como resultado de níveis significativamente mais baixos de satisfação pessoal e participação política. É interessante verificar que países como

Índice agregado de coesão social (IACS) *

Índice



Nota: * O IACS é calculado a partir de um painel de 33 indicadores por país. Primeiro, agrupamos os indicadores de acordo com o pilar ao qual pertencem (satisfação, confiança, participação política, criminalidade e estrutura social). Para adicionar os indicadores, normalizamo-los com uma média de 0 e variância 1. Posteriormente são calculadas as médias de cada um dos pilares. Finalmente, são adicionados os valores obtidos atribuindo um peso de 20% a cada pilar. O ponto de referência é 5, que corresponde à média da OCDE.

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

1. Ver Chan, J., To, H. P. e Chan, E. (2006), «Reconsidering Social Cohesion: Developing a Definition and Analytical Framework for Empirical Research», *Social Indicators Research*, 75(2), 273-302.

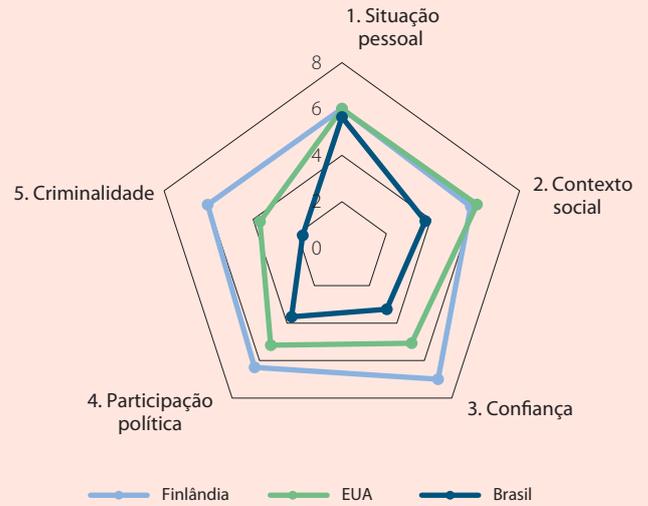
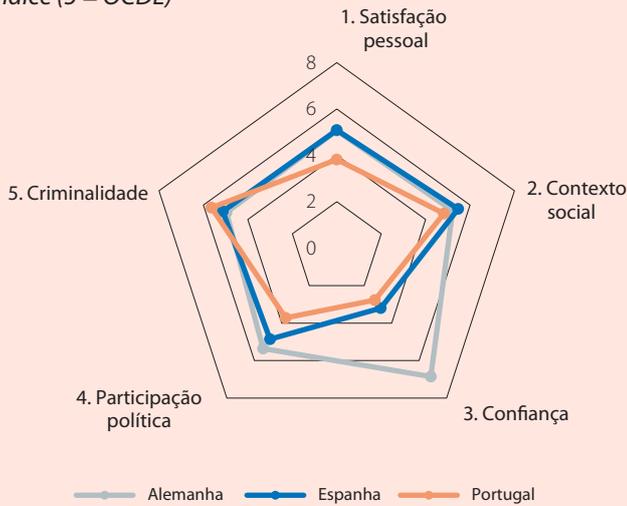
2. Segundo o *Global Competitiveness Index 2018* (WEF), todos os países nórdicos estão no top 15 das economias com maior qualidade institucional.

3. Ver Easterly, W., Ritzgen, J. e Woolcock, M. (2006), «Social Cohesion, Institutions, and Growth», *Economics & Politics*, 18(2), 103-120.

4. O pilar da confiança inclui, entre outras variáveis, o nível de confiança da sociedade nas instituições públicas e o grau de insegurança face à perda de emprego, variáveis nas quais Espanha possui níveis relativamente baixos.

Coesão social: principais componentes

Índice (5 = OCDE)



a Alemanha, a Finlândia ou os EUA registam níveis muito mais elevados de confiança do que Portugal ou Espanha, de modo que constituem um importante ponto de referência no qual nos devemos fixar. Especificamente, o modelo de trabalho nórdico que harmoniza a proteção dos trabalhadores com flexibilidade, a boa qualidade de governo na Alemanha⁵ ou o sistema de pesos e contrapesos do sistema norte-americano são exemplos de boas práticas que podem apoiar a confiança da sociedade.

Quando efetuamos uma comparação entre países para os diferentes pilares, obtemos alguns resultados interessantes. Por exemplo, se nos focarmos no pilar da criminalidade, observamos que os países europeus são aqueles que obtêm os melhores resultados nesta dimensão, enquanto tanto os EUA como os países emergentes apresentam uma perceção de maior criminalidade. Considerando que o crime poderia captar um grau de agitação social, parece natural que aquelas sociedades com estados de bem-estar mais desenvolvidos e generosos, como as europeias, apresentem melhores dados nesta área do que os países emergentes ou os EUA.

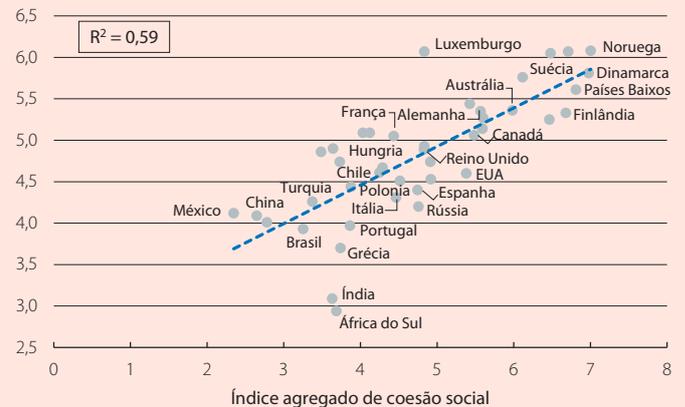
Também é interessante analisar o comportamento do pilar relacionado com a participação política. Este pilar informa-nos sobre o grau de interesse dos cidadãos na política, bem como o seu grau de participação. De acordo com os nossos resultados, os países nórdicos apresentam registos muito elevados, enquanto os países latino-americanos – muitos deles ainda imersos num processo de amadurecimento das suas instituições democráticas após ditaduras de longa duração – destacam-se pela negativa. Por outro lado, Portugal e Espanha apresentam valores abaixo da média da OCDE neste pilar, o que sugere que existe margem de progresso para uma relação mais fluída entre a sociedade e as principais instituições do sistema político.

Finalmente, utilizamos o nosso índice de coesão social para estudar a sua relação com o crescimento inclusivo. Assim, os nossos resultados confirmam que são dois conceitos indissociáveis. Como é possível observar no terceiro gráfico, existe uma relação estreita entre o IACS e o índice de desenvolvimento inclusivo (IDI) desenvolvido pelo Fórum Económico Mundial.⁶ Especificamente, o aumento de um ponto no IACS está ligado a um aumento de 0,47 pontos do IDI, o que demonstra que a coesão social (SIGC) está correlacionada de forma relevante e positiva com o crescimento inclusivo.

Em suma, antes da importante transformação do sistema produtivo que a mudança tecnológica e a globalização pressupõem, e os desafios colocados pelo envelhecimento da população, é importante agir para fortalecer a coesão social, um elemento essencial para poder levar a cabo reformas que promovam um crescimento inclusivo e sustentável.

Coesão social e crescimento inclusivo

Índice de desenvolvimento inclusivo * (valor)



Nota: * A escala do índice é de 1 a 7, sendo 7 o valor máximo.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE e do Inclusive Development Index Report (Fórum Económico Mundial).

5. Segundo dados da Bertelsmann Stiftung, a Alemanha é o quinto país com melhor qualidade democrática do mundo e o oitavo com a melhor qualidade de governo.
 6. É uma medida agregada de 12 indicadores distribuídos em três pilares diferentes: desenvolvimento económico, inclusão e sustentabilidade. Cada pilar possui o mesmo peso relativo para obter o índice geral. Os valores são distribuídos de 1 a 7, sendo 7 o valor máximo de inclusão.

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., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

Design e produção: www.cegeglobal.com

