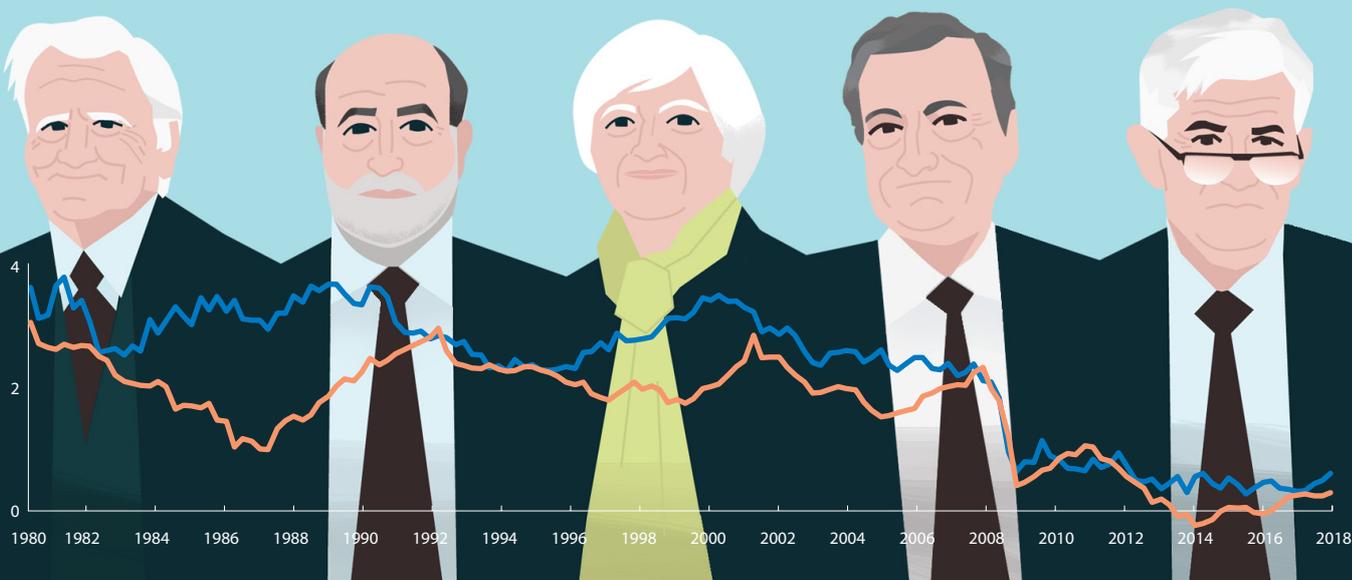


# IM02

INFORMAÇÃO MENSAL  
FEVEREIRO 2019

TAXA DE JURO NATURAL

— EUA — Zona Euro



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

### MERCADOS FINANCEIROS

*Fed: de refém das suas palavras a refém dos dados*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Credibilidade internacional: fundamental para o novo sexénio mexicano*

### ECONOMIA PORTUGUESA

*Portugal: chegámos ao fim da recuperação dourada do mercado de trabalho?*

## DOSSIER: O FUTURO DAS CONDIÇÕES FINANCEIRAS: MUDANÇA DE PARADIGMA?

*Taxas de juro baixas: até quando?*

*Consequências de um novo contexto das condições financeiras: entramos num terreno por explorar*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 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](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto: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 janeiro de 2019

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 RESUMO EXECUTIVO

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Fed: de refém das suas palavras a refém dos dados*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Credibilidade internacional: fundamental para o novo sexénio mexicano*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Portugal: chegámos ao fim da recuperação dourada do mercado de trabalho?*

22 *O sol (ainda) brilha em Portugal*

### 24 ECONOMIA ESPANHOLA

### 27 DOSSIER: O FUTURO DAS CONDIÇÕES FINANCEIRAS: MUDANÇA DE PARADIGMA?

27 *Taxas de juro baixas: até quando?*

32 *Consequências de um novo contexto das condições financeiras: entramos num terreno por explorar*

## A era das taxas de juro baixas

As taxas de juro nunca estiveram em níveis tão baixos durante tanto tempo. Este fenómeno, generalizado entre os países, parece que se vai manter durante um longo período de tempo. Estamos imersos numa nova era, de taxas de juro baixas e, juntamente com este contexto, poderão aparecer novos riscos.

É provável que o contexto de taxas de juro baixas continue, como por exemplo demonstram as expectativas de taxas de juro implícitas nas cotações dos ativos financeiros. Espera-se que o BCE comece a aumentar a taxa de juro de referência nos próximos trimestres mas, de acordo com os mercados, fá-lo-á a um ritmo tão lento que, nos próximos cinco anos, vai permanecer abaixo de 1%. Nos EUA, o ciclo de aumentos das taxas de juro parece que está a chegar ao fim. De facto, neste caso, os mercados já não descartam que a Fed desça as taxas de juro no próximo ano. Se se cumprir este cenário, a taxa de juro de referência da Fed permanecerá abaixo dos 2,5% durante mais de 15 anos. Em termos comparativos, entre 1960 e 2000, a *fed funds rate* nunca esteve abaixo dos 2,5%.

Esta mudança de era é resultado de uma melhor gestão da política monetária, que permitiu manter taxas de inflação mais baixas e de uma profunda transformação económica e social (estrutural) ligada sobretudo ao envelhecimento da população e ao progresso tecnológico. Estes fenómenos operam há anos e, ao incentivarem a poupança e deprimirem a propensão para investir, fizeram com que as taxas de juro que equilibram a oferta e a procura de poupança tenham vindo a diminuir. Analisamos estes fatores cuidadosamente e o seu impacto nas taxas de juro nos artigos do Dossier.

Os riscos associados a este novo contexto de taxas de juro não são menores. Entre os mesmos existe um aumento da pressão política sobre os bancos centrais para aplicarem uma política monetária mais acomodatória. Em última análise, a independência dos bancos centrais poderia chegar a ser questionada. As constantes interpelações de Donald Trump à Fed para impedir o aumento das taxas de juro são um bom exemplo disso.

A compra de dívida pública por parte dos principais bancos centrais ajudou a conter o impacto da crise económica e financeira, mas também mudou as regras do jogo. *A priori*, para lutar excepcionalmente contra uma crise sem precedentes. Mas, perante este novo contexto de taxas de juro baixas, é provável que os bancos centrais tenham que recorrer novamente a esta ferramenta para estimular a economia. A Fed já anunciou que vai manter no seu balanço grande parte da dívida pública que comprou. O BCE também deixou claro que vai manter a atual dimensão do seu balanço durante, pelo menos, mais alguns anos.

Neste contexto, será difícil resistir à tentação de exigir maiores incentivos às autoridades monetárias, especialmente face aos elevados níveis de endividamento público na maioria das economias desenvolvidas, que fazem com que o impacto de um aumento das taxas de juro no erário público seja agora muito maior. A isto devemos acrescentar as crescentes exigências de um presumível «aprofundamento democrático» de todas as instituições.

No entanto, convém lembrar que a independência dos bancos centrais, juntamente com a definição de objetivos razoáveis, permitiu um dos períodos de maior estabilidade e progresso económico. A sua independência tem sido essencial para evitar que acabem por financiar diretamente a despesa pública, o que costuma provocar períodos de hiperinflação e, em última instância, profundas crises económicas, financeiras e sociais. O caso da Venezuela é um bom exemplo disso. Da mesma forma, este desenho institucional ajudou a que as ferramentas utilizadas para alcançar um crescimento económico sustentado e inclusivo tenham sido, como deveria, a política fiscal e as denominadas políticas de oferta.

Nesta era de taxas de juro baixas, os bancos centrais terão que tomar decisões de elevado compromisso. Será então que veremos o quão importante é a sua independência. Poderemos resistir à tentação?

## Cronologia

### JANEIRO 2019

- 15 O Parlamento do Reino Unido chumba por 432 contra 202 votos o acordo de saída assinado entre o Governo e a UE.
- 25 Termina o encerramento parcial da Administração federal mais longo da história dos EUA (35 dias).

### NOVEMBRO 2018

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

### SETEMBRO 2018

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

### 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 reduz o *rating* da Itália, de Baa2 para Baa3.

### AGOSTO 2018

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

## Agenda

### FEVEREIRO 2019

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 6 Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 8 Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 12 Portugal: IPC (janeiro).
- 14 Japão: PIB (4T).  
Portugal: PIB preliminar (4T).
- 21 Espanha: comércio externo (dezembro).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (dezembro).
- 26 Portugal: execução orçamental das Adm. Púb. (janeiro).
- 27 Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 28 Espanha: evolução do IPC (fevereiro).  
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).  
Portugal: emprego e desemprego (janeiro).

### MARÇO 2019

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 7 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 12 Portugal: IPC (fevereiro).  
Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 19 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (4T).
- 19-20 Comité Monetário da Fed.
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).  
Conselho Europeu.
- 27 Espanha: balança de pagamentos (4T).  
Espanha: posição de investimento internacional líquido (4T).  
Portugal: execução orçamental das Adm. Púb. (fevereiro).
- 28 Espanha: evolução do IPC (março).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 29 Espanha: balança de pagamentos (janeiro).  
Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).  
Detalhe do PIB (4T).  
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).

## A expansão continua num contexto de maiores riscos negativos

**A economia global opera num contexto exigente.** Apesar do crescimento mundial permanecer dinâmico (estima-se que em 2018 se situou em 3,7%, praticamente o mesmo valor de 2017), os indicadores mostram que, no segundo semestre de 2018, a atividade global deparou-se com uma trajetória de abrandamento do crescimento. Por um lado, reflete uma mudança de contexto, que nos últimos trimestres se tornou mais exigente devido ao aperto das condições financeiras globais e à erosão da confiança (penalizada por tensões comerciais e conflitos geopolíticos). A estes fatores, que devem ser acompanhados atentamente nos próximos meses, junta-se a própria maturidade do ciclo nas principais economias (como os EUA, cuja expansão está a poucos meses de se tornar na mais longa da história moderna do país) e os receios que provoca a incerteza em torno do verdadeiro grau de desaceleração da economia chinesa. Assim, o panorama macroeconómico sugere uma moderação do crescimento em 2019, ano em que a maturidade do ciclo vai enfrentar um mapa de riscos com maior domínio de fatores pessimistas.

**As turbulências ocorridas no final de 2018 dão lugar a um início de 2019 mais tranquilo.** Após um final de 2018 turbulento, com fortes quedas nas bolsas que provocaram dúvidas sobre a solidez do crescimento global em 2019, o novo ano começou com uma maior tranquilidade. Por um lado, nos mercados financeiros, a confiança no investimento melhorou graças às negociações entre os EUA e a China para apaziguar as suas tensões comerciais e às mensagens de maior paciência por parte dos principais bancos centrais. Efetivamente, tanto a Reserva Federal dos EUA (Fed) como o Banco Central Europeu (BCE) incorporaram o aumento de riscos negativos nos seus respetivos cenários e, após as suas reuniões de política monetária em janeiro, transmitiram a intenção de não apertar as condições monetárias nos próximos meses. Por outro lado, esta confiança também foi suportada pela publicação de vários indicadores de atividade que, apesar de revelarem um abrandamento do crescimento global, sugerem que o mesmo seja razoavelmente suave.

**A Zona Euro abranda a velocidade.** É na Zona Euro onde encontramos um bom exemplo para que não seja efetuada uma leitura alarmista desta desaceleração do crescimento. Apesar do crescimento em cadeia no 4T ter registado uns incipientes 0,2% (1,2% homólogo), os dados divulgados para grandes países como a Alemanha (onde existiam receios de que o crescimento fosse negativo por causa da adaptação do setor automóvel às novas regulamentações de emissões de gases) ou a França (afetada pelos protestos

do movimento dos «Coletes Amarelos») melhoraram ligeiramente as expectativas (a nota negativa foi registada pela Itália, imersa num contexto político incerto, com um crescimento em cadeia negativo). Assim, o crescimento do PIB na Zona Euro no conjunto de 2018 foi de 1,8% e, apesar de este número estar longe do crescimento excepcional de 2,5% em 2017, reflete, em grande parte, um contexto externo menos favorável e a presença de perturbações temporárias que estão a ser mais persistentes do que o previsto. No entanto, a procura interna permanece forte e bem apoiada tanto por condições financeiras acomodáticas como pelo bom desempenho do mercado de trabalho, com o qual o principal motor de crescimento da Zona Euro vai continuar a apoiar a fase de expansão do ciclo económico nos próximos trimestres.

**Espanha e Portugal estão a caminhar para um crescimento mais sustentado** devido ao desvanecimento de fatores que, como o baixo preço do petróleo ou a desvalorização do euro, estimularam temporariamente o crescimento. Em Espanha, o PIB fechou o ano com um aumento de 0,7% em cadeia (2,4% homólogo) no 4T, um valor que surpreendeu positivamente, especialmente porque a procura externa mostrou uma tendência mais positiva, apesar de um contexto internacional mais adverso. No conjunto de 2018, o crescimento foi de 2,5% (3,0% em 2017) e confirmou a desaceleração gradual da atividade para níveis mais sustentáveis. Por componentes, a procura interna foi o principal motor de crescimento no conjunto de 2018, com uma contribuição de +2,9 p. p. que compensou a contribuição negativa líquida do setor externo (-0,4 p. p.) Esta dicotomia entre a força da procura interna (alicerçada na robustez do mercado de trabalho e em condições financeiras ainda acomodáticas na Zona Euro) e as perturbações (em termos líquidos) do setor externo (que refletem tanto a deterioração do contexto internacional, num contexto de tensões geopolíticas, como a desaceleração na Zona Euro e a força das importações da procura interna) não ocorre só em Espanha, como também caracteriza o cenário macroeconómico de Portugal (do qual ainda não estão disponíveis os valores do PIB para o conjunto de 2018, embora tudo indique que vão refletir uma contribuição positiva e sólida da procura interna e uma pequena descida do setor externo). Assim, em 2019, ambas as economias vão manter ritmos de evolução favoráveis, suportados por forças cíclicas (como a recuperação do mercado de trabalho) e por melhorias estruturais nos últimos anos, apesar de convergirem para níveis mais moderados provenientes da maturidade do ciclo e de perturbações no contexto externo.

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
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	3,20	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,35	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	3,10	3,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,30	3,20
<b>Euro</b>							
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
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,60	-0,05	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	1,05	1,88
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	-0,02	0,64	1,37
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,36	1,08	1,78
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,42	2,05	2,68
Prémio de risco	11	192	114	110	117	100	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	-0,18	0,71	1,63
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	1,30	2,15
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,35	3,03
Prémio de risco	19	369	346	149	147	130	115
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
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
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	57,67	67,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	50,68	54,47	53,23

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,3	3,3	3,8	3,7	3,4	3,4
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,1	1,7	2,4	2,2	1,9	1,7
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	1,8	1,4	1,5
Alemanha	1,6	1,0	2,2	2,5	1,5	1,3	1,7
França	2,0	0,6	1,1	2,3	1,5	1,6	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,3	1,6	0,8	0,2	0,8
Portugal	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,8	1,7
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	1,8	1,4	1,5	1,6
<b>Países emergentes</b>	6,6	5,2	4,4	4,7	4,7	4,4	4,5
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,6	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	1,1	-0,2	1,5	1,7	1,9	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	3,7	-1,5	1,5
Polónia	4,0	3,2	3,1	4,8	5,3	3,7	2,9
África do Sul	4,4	2,0	0,7	1,3	0,6	1,5	1,8
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,8	3,4
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,6	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,1	1,9
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,7	1,6	1,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	1,8	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,7	1,7
Itália	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,2	1,4
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,2	1,3	1,5
Espanha	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,6	1,7
Japão	-0,3	0,4	-0,1	0,5	1,0	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,5	2,2	2,1
<b>Países emergentes</b>	6,8	6,0	4,2	4,3	4,8	5,1	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	4,2	4,9
Indonésia	8,4	6,0	3,5	3,8	3,2	3,3	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	4,9	4,1	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,4	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	4,9	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	16,2	19,5	12,0
Polónia	3,5	2,3	-0,2	1,6	1,2	2,5	2,5
África do Sul	5,3	6,1	6,3	5,3	4,6	4,4	5,3

Previsões

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

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	-0,5	2,4	2,3	2,3	1,8	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,7	0,8	0,3
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,2	3,7	4,4
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	2,6	2,2	2,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,5	-1,4	2,1	3,1	2,4	2,0	2,1
Exportação de bens e serviços	5,2	3,4	4,4	7,8	3,9	4,1	3,2
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,7	8,1	4,9	2,2	3,6
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Outras variáveis</b>							
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	1,3	1,5
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-9,4	-4,9	0,6	0,5	-0,3	-0,2	-0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-7,9	-3,4	1,6	1,4	0,7	0,6	0,5
Saldo público (acum., % PIB) <sup>1</sup>	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,7	-0,7	-0,5

Nota: 1. Acumulado quatro trimestres.

Previsões

### Economia espanhola

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

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

Previsões

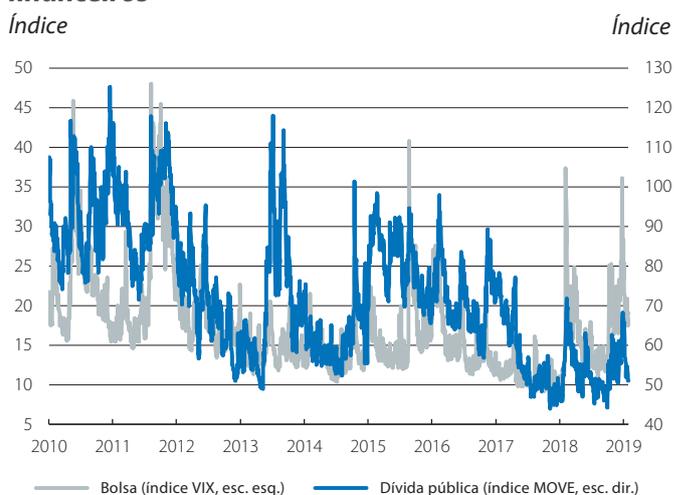
## O sossego regressa aos mercados

**A volatilidade diminui no início do ano.** Após um final de 2018 marcado por perdas nas bolsas, os primeiros meses de 2019 trouxeram uma certa tranquilidade aos mercados financeiros, que moderaram a sua preocupação graças às negociações para redirecionar as tensões comerciais entre os EUA e a China, e à demonstração de maior paciência por parte dos principais bancos centrais. Especificamente, a Fed deu sinais de interromper a trajetória de aumentos das taxas de juro (pelo menos durante os próximos meses, ao avaliar o impacto do aperto monetário levado a cabo até ao momento), enquanto o BCE reiterou a intenção de manter as condições financeiras acomodáticas na Zona Euro. Assim, em janeiro, a estabilidade foi a nota dominante nos mercados de rendimento fixo, onde as taxas de juro soberanas se mantiveram em níveis moderados e até mesmo desceram, enquanto no mercado cambial verificou-se uma pequena desvalorização do dólar norte-americano. Por outro lado, esta calma do sentimento dos investidores refletiu-se positivamente tanto nas bolsas, onde os índices das principais economias avançadas e emergentes cresceram com robustez, como nos mercados das matérias-primas, onde se destacou a recuperação do preço do petróleo após a queda acentuada registada no final de 2018.

**As bolsas começam o ano em terreno positivo.** A melhoria do sentimento dos investidores, juntamente com a publicação de resultados das empresas razoavelmente positivos (especialmente nos EUA) no 4T 2018, impulsionaram de forma generalizada os principais índices bolsistas internacionais em janeiro. Assim, nos EUA, o índice S&P 500 subiu cerca de 8% na totalidade do mês, enquanto nos principais índices da Zona Euro os ganhos foram de cerca de 6% (Eurostoxx 50 +5,3%, DAX +5,8%, CAC +5,5%, Ibex 35 +6,1% e PSI 20 +8,4%). As bolsas das economias emergentes também registaram evoluções significativas (índice MSCI para o conjunto do bloco +8,7%), especialmente na América Latina (Índice MSCI da América Latina +14,9%), onde o maior destaque foi para o aumento da bolsa do Brasil (índice Bovespa +10,8%), e para as economias asiáticas (índice MSCI da Ásia emergente +7,3%).

**O BCE manterá condições financeiras acomodáticas.** Após o fim das compras líquidas de ativos no passado mês de dezembro, o BCE manteve os parâmetros da sua política monetária inalterados na sua primeira reunião do ano e incidiu a sua análise no estado do ciclo económico da Zona Euro. Perante a persistência das incertezas em torno das tensões geopolíticas globais, as vulnerabilidades nalgumas economias emergentes e o recrudescimento da volatilidade financeira, o BCE referiu que o mapa de riscos piorou, deixando de o considerar «equilibrado» para o passar a considerar «em tendência descendente». Além disso, o BCE também se mostrou prudente face aos últimos indicadores de atividade, mais fracos do que o previsto. Embora Draghi tenha salientado que a probabilidade de recessão é baixa e que as perspetivas a médio prazo continuam bem

### Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

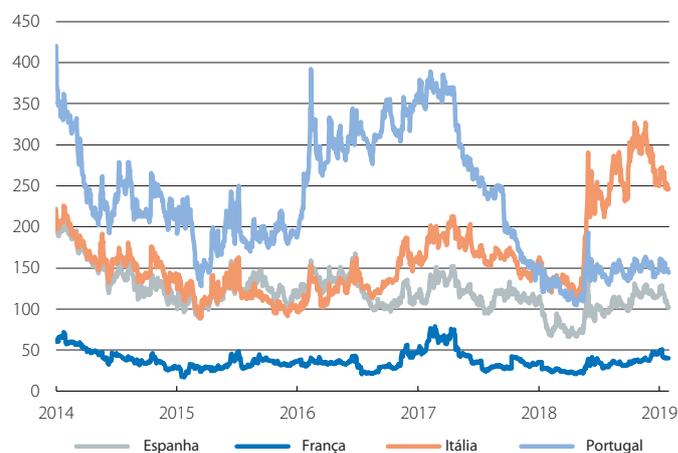
### Principais bolsas internacionais



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.

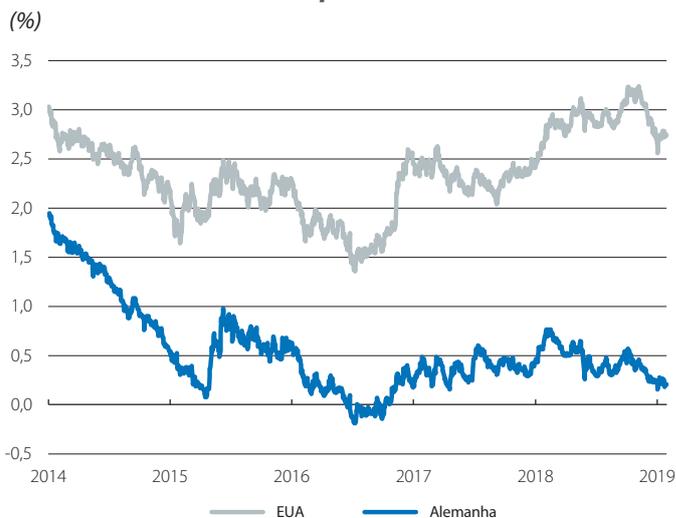
suportadas pela solidez da procura interna, também sugeriu que é provável que, a curto prazo, o crescimento evidencie um menor dinamismo. Perante esta avaliação do cenário, o BCE reafirmou a intenção de manter um contexto financeiro acomodatório mediante taxas de juro oficiais estáveis nos seus níveis atuais e de reinvestir, durante um longo período de tempo, em ativos em balanço que vençam.

**A Fed interrompe os aumentos das taxas de juro.** Na sua primeira reunião em 2019, a Fed manteve as taxas de juro no intervalo de 2,25%-2,50%, com uma decisão amplamente esperada, depois de já ter aumentado as taxas de juro em 25 p. b. no passado mês de dezembro. No entanto, a reunião não foi de transição, sendo que a Fed enviou mensagens importantes tendo em vista a futura evolução da política monetária. Concretamente, embora tenha apresentado uma avaliação positiva do cenário macroeconómico, a Fed colocou um maior destaque nos fatores de risco com tendência negativa (como são os casos da desaceleração do crescimento global, das tensões geopolíticas ou do aperto das condições financeiras) que criam incerteza sobre o desempenho da economia nos próximos meses. Assim, a Fed referiu que será paciente em relação à futura evolução das taxas de juro e deixou de indicar explicitamente a expectativa de novos aumentos.

**As taxas de juro permanecem contidas e as moedas emergentes recuperam.** As mensagens de paciência dos bancos centrais marcaram a dinâmica dos mercados de rendimento fixo em janeiro, e as taxas de juro – tanto da dívida soberana como das empresas – permaneceram estáveis, tendo até descido inclusivamente. Especificamente, nos EUA, as taxas de juro soberanas a 10 anos oscilavam em torno dos 2,70% (mais perto dos seus níveis no final de 2017 do que dos valores máximos de 2018, quando chegaram a ultrapassar os 3,20%), enquanto na Zona Euro, os prémios de risco periféricos diminuíram e a taxa de juro soberana a 10 anos da Alemanha ficou abaixo dos 0,20%. Por outro lado, os mercados de moeda estrangeira também captaram as mensagens dos bancos centrais, tendo os sinais de interrupção da Fed traduzido numa valorização moderada das principais moedas emergentes face ao dólar americano. Em contraste, o euro permaneceu relativamente estável em torno dos 1,14 dólares e a libra esterlina flutuou em linha com a votação do Parlamento britânico sobre o *Brexit* (com tendência para se fortalecer face às principais moedas).

**O petróleo estabiliza.** Após cair abruptamente mais de 40% no último trimestre de 2018 (dos cerca de 85 dólares por barril em setembro para os 50 dólares em meados de dezembro), em janeiro o preço do barril de Brent iniciou uma trajetória de recuperação para os 60 dólares. O aumento do preço foi suportado pela implementação dos novos cortes na produção de crude que a OPEP e os seus parceiros anunciaram no início de dezembro, bem como pela melhoria da confiança dos investidores, que também ajudou a aumentar os preços de outras matérias-primas, como o cobre, outros metais industriais ou produtos agrícolas.

### 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.

## Fed: de refém das suas palavras a refém dos dados

A Fed está prestes a fechar o capítulo das medidas não convencionais. Após ter iniciado a redução do seu balanço,<sup>1</sup> as últimas declarações dos membros da Fed mostram uma disposição de maior abertura à futura evolução das taxas de juro. Assim, a partir de agora, a trajetória esperada das taxas de juro será mais incerta e vai depender em maior medida da evolução dos dados económicos e financeiros.

### História de uma comunicação pouco convencional

A utilização da comunicação como ferramenta da política monetária intensificou-se após a eclosão da crise financeira. Com as taxas de juro de curto prazo nos 0%, e face à impossibilidade de as reduzir mais para oferecer condições financeiras ainda mais acomodáticas, a Fed decidiu declarar de forma muito explícita a intenção de as manter em níveis muito baixos durante um período de tempo mais alargado. O objetivo: mudar as expectativas a longo prazo dos investidores e aforradores e, neste sentido, reduzir ainda mais as taxas de juro de longo prazo.

Quando a recuperação económica começou a estabilizar, a Fed também utilizou a comunicação para gerir de forma ativa as expectativas sobre o primeiro aumento da taxa de juro de referência. Assim, depois de as taxas de juro começarem a descolar, a comunicação continuou a ser uma ferramenta fundamental para o banco central, que passou a indicar de forma bastante clara a velocidade à qual as taxas de juro iriam aumentar: uma reorientação da comunicação necessária para que, face ao contraste entre umas expectativas de mercado céticas em relação ao aumento das taxas de juro e um cenário macroeconómico que as tornava necessárias, o processo de normalização das taxas de juro fosse gradual e não condicionasse a recuperação económica. Desta forma, a Fed ativou, de certa maneira, uma espécie de «piloto automático» com o qual aumentou as taxas de juro de referência para o intervalo de 2,25%-2,50%.

### Situação macroeconómica normalizada, comunicação normalizada da Fed

Ao atingirem estes níveis, as taxas de juro deixaram de ser acomodáticas e encontram-se em território neutro: ou seja, não estimulam nem restringem o ciclo económico.<sup>2</sup> Boa prova disso é que, como é possível observar no primeiro gráfico, a taxa de juro oficial atual já está muito perto daquela que os membros da Fed estimam ser a taxa de juro neutral de longo prazo. Assim, o fim da política monetária acomodática, juntamente com o facto de que a economia se encontra numa fase madura do ciclo (onde o caminho ideal que o banco central deveria seguir é mais incerto), fez com que a Fed reorientasse a comunicação. Em particular, dado que, na atual conjuntura, é especialmente importante

1. A Fed anunciou o fim das compras líquidas de ativos em 2014 e a redução gradual dos reinvestimentos em 2017.

2. A taxa de juro neutral é uma variável não observável que atualmente é de 2,5% de acordo com as estimativas de Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. C. (2017), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», *Journal of International Economics*, vol. 108.

### EUA: taxa de juro neutral e efetiva



**Nota:** \* Mediana da votação da taxa de juro neutral de longo prazo segundo os participantes da reunião da Fed. Entre as linhas a tracejado encontram-se 75% dos eleitores, após excluir as duas observações mais altas e as duas mais baixas.

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

monitorizar o estado do ciclo económico para calibrar os próximos movimentos das taxas de juro, várias vezes dentro da Fed argumentam que a política monetária nos próximos trimestres deveria oferecer uma orientação futura menor e depender mais da recente evolução dos dados económicos e financeiros.

### As consequências da normalização da comunicação

Um efeito-chave para dar uma indicação relativamente precisa sobre a futura orientação da política monetária é a menor incerteza em torno da evolução das taxas de juro. Na medida em que o banco central for credível para investidores e analistas, os mesmos irão ancorar a sua trajetória de taxas de juro esperada às indicações da Fed e, consequentemente, as cotações dos ativos financeiros serão menos voláteis.

Uma forma de contrastar esta conjectura é analisar a sensibilidade das cotações financeiras à publicação de variáveis económicas. Normalmente, perante um dado económico que surpreende positivamente (por exemplo, criação de emprego superior ao esperado), os investidores assumem que a Fed poderia ser forçada a aumentar mais rapidamente as taxas de juro. No entanto, se a Fed for credível na sua futura orientação, os investidores devem ser menos sensíveis a surpresas nos dados. De facto, quando examinamos a sensibilidade das taxas de juro soberanas norte-americanas,<sup>3</sup> vemos como, desde que a Fed utiliza ativamente a comunicação para indicar a evolução futura das taxas de juro, a sensibilidade dos ativos financeiros às surpresas económicas diminuiu.<sup>4</sup> Desta forma, é possível que o maior

3. Concretamente, analisámos as variações da taxa de juro soberana nos dias em que é publicado o relatório mensal do mercado de trabalho elaborado pelo Bureau of Labor Statistics (BLS). A sensibilidade estimada corresponde ao coeficiente  $\beta$  da regressão  $\Delta i_t = \alpha + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \varepsilon_t$ , onde  $\Delta i_t$  indica a variação da taxa de juro sobre a obrigação soberana dos EUA a 2 anos no dia de publicação do dado de criação de emprego,  $\Delta E_t$  é a criação de emprego publicada pelo BLS e  $\Delta E_t^e$  é a criação de emprego esperada pelo consenso da Bloomberg.

foco que a Fed está a colocar na evolução dos indicadores reacenda esta sensibilidade, que pode ser acompanhada por uma maior volatilidade financeira.

**Dependência dos dados: quais são e o que é que nos dizem?**

A partir de agora, será fundamental analisar detalhadamente os indicadores nos quais os membros da Fed se baseiam para tomarem as suas decisões. Para tal, na tabela em anexo apresentamos uma listagem de indicadores que a Fed destaca particularmente nos seus discursos, declarações e atas de reuniões e mostramos o que a evolução recente de cada um deles sugere.

Por um lado, os principais indicadores de atividade e de mercado de trabalho estão em consonância com uma economia robusta que cresce a níveis acima do potencial. Além disso, a evolução da taxa de inflação e as suas expectativas não têm sido uma preocupação para a Fed, enquanto se mantêm em torno da meta dos 2%. Por outro lado, observamos como vários indicadores financeiros mostram uma evolução menos favorável. Em parte, seria de esperar que esta evolução seja resultado do aperto monetário que levou a cabo a própria Fed, que visa restringir as condições financeiras para atrasar o aparecimento de desequilíbrios. No entanto, em grande medida, as correções financeiras também refletem a erosão causada por tensões geopolíticas globais e pelo agravar do sentimento dos investidores face ao receio de que, devido à maturidade da expansão, as fontes de crescimento cíclico se esgotem e a economia desacelere mais acentuadamente.

**EUA: monitor de indicadores**

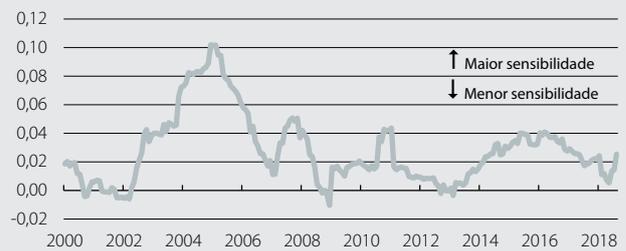
	Indicador	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018
Atividade (trimestral)	PIB				
	Índice do custo do emprego				
	Despesa pública				
	Investimento em habitações				
	Criação de habitações unifamiliares				
	Criação de habitações multifamiliares				
	Rendimento disponível				
	Investimento em bens de equipamento				
	Investimento em propriedade intelectual				
	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Condições financeiras	Índice de condições financeiras				
	S&P 500				
	Índice do dólar				
	Futuros sobre a taxa de juro oficial				
	Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos				
	Inclinação da curva de taxas de juro (10a -3m)				
	Índice de volatilidade (VIX)				
	Diferencial de crédito privado (HY - IG)				
	Diferencial de crédito de risco (IG - Sov.)				

**Nota:** Cores mais verdes sugerem mais aumentos das taxas de juro à Fed, enquanto as cores mais alaranjadas sugerem o oposto. A designação da cor foi efetuada com base nos valores de cada variável dentro dos cinco percentis da sua própria amostra. A cor branca indica que não existem dados disponíveis na data da análise.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

- 4. O aumento da sensibilidade observado entre 2014 e 2015 coincide com o período em que a Fed subordinou o primeiro aumento de taxas de juro até que a taxa de desemprego descesse até um certo nível.
- 5. Estima-se que a política monetária demore, no mínimo, entre 6 e 12 meses até se transmitir para toda a atividade. Ver, por exemplo, George, E. L. (2019), «Are We There Yet?», The U.S. Economy and Monetary Policy.

**EUA: sensibilidade da taxa de juro da dívida soberana a 2 anos perante surpresas económicas**

**Coefficiente de sensibilidade**



**Nota:** Estimamos a equação  $\Delta i_t = a + \beta(\Delta E_t - \Delta E_t^e) + \varepsilon_t$ , onde  $\Delta i_t$  indica a variação da taxa de juro sobre a obrigação soberana dos EUA a 2 anos no dia de publicação do dado de criação de emprego,  $\Delta E_t$  é a criação de emprego publicada pelo BLS e  $\Delta E_t^e$  é a criação de emprego esperada pelo consenso da Bloomberg. Estimamos a regressão dos dados dos 24 meses anteriores a t e mostramos o valor do parâmetro  $\beta$  ao longo do tempo.

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

Perante esta combinação de incerteza, e de indicadores de volatilidade financeira que apontam para sentidos diferentes, é provável que a Fed amenize o atual ritmo de aumentos das taxas de juro para avaliar com maior cuidado os efeitos macroeconómicos das subidas efetuadas até à data.<sup>5</sup> No entanto, convém não esquecer que, do outro lado da balança, existe um mercado de trabalho para além do pleno emprego e um risco de sobreaquecimento da economia. Neste sentido, a regra de Taylor<sup>6</sup> sugere que a taxa de juro oficial ainda está atualmente 0,4 p. p. abaixo da taxa de juro que a inflação e o desemprego prescrevem, com o qual esta pausa não deveria impedir a Fed aumentar ainda mais as taxas de juro neste ciclo.

	Indicador	09/2018	10/2018	11/2018	12/2018
Mercado de trabalho	Criação de emprego				
	Taxa de desemprego				
	Taxa de subemprego				
	Taxa de emprego				
	Novos postos de trabalho				
	Renúncias a postos de trabalho				
	Salário por hora				
Atividade	Produção industrial				
	Horas trabalhadas na indústria				
	Licenças de construções novas				
	Compra e venda de habitações em segunda mão				
	Consumo				
	Confiança do consumidor				
	Índice de atividade industrial (ISM)				
Preços	Índice de atividade não industrial (ISM)				
	Inflação geral (PCE)				
	Inflação subjacente (PCE)				
	Inflação geral (IPC)				
	Inflação subjacente (IPC)				
	Expectativas de inflação 5a - 5a				

6. Concretamente,  $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1 - \rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) - 0,5(u_t - u_t^n)]$  onde  $\rho=0,5$  é o parâmetro de nivelamento,  $r_t^n$  é a taxa de juro natural estimada segundo o modelo Holston-Laubach-Williams (2017),  $\pi_t$  é a taxa de inflação subjacente atual e  $\pi^* = 2\%$  a inflação objetiva,  $u_t$  e  $u_t^n$  são, respetivamente, a taxa de desemprego observada e natural.

**Taxas de juro (%)**

	31-jan	31-dez	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,31	0	0,1	2,0
Euribor 12 meses	-0,11	-0,12	1	0,8	8,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,51	-0,57	5	5,5	5,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,56	-0,61	5	4,6	-2,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,15	0,24	-9	-9,3	-57,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,20	1,42	-22	-22,0	-21,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,62	1,72	-10	-10,2	-32,8
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	100,0
Libor 3 meses	2,74	2,81	-7	-7,1	94,9
Libor 12 meses	3,02	3,01	2	1,5	72,8
Dívida pública a 1 ano	2,54	2,60	-5	-5,2	66,3
Dívida pública a 2 anos	2,46	2,49	-3	-3,0	29,7
Dívida pública a 10 anos	2,63	2,68	-5	-5,5	-16,0

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	31-jan	31-dez	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	89	-18	-17,8	26,7
Itraxx Financeiro Sénior	84	109	-24	-24,2	42,4
Itraxx Financeiro Subordinado	172	228	-57	-56,9	75,1

**Taxas de câmbio**

	31-jan	31-dez	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,145	1,147	-0,2	-0,2	-8,5
EUR/JPY (ienes por euro)	124,650	125,830	-0,9	-0,9	-8,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,873	0,899	-2,9	-2,9	-0,4
USD/JPY (ienes por dólar)	108,890	109,690	-0,7	-0,7	-0,5

**Matérias-primas**

	31-jan	31-dez	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	412,8	409,2	0,9	0,9	-6,9
Brent (\$/barril)	61,9	53,8	15,0	15,0	-11,1
Ouro (\$/onça)	1.321,2	1.282,5	3,0	3,0	-2,0

**Rendimento variável**

	31-jan	31-dez	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.704,1	2.506,9	7,9	7,9	-4,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.159,4	3.001,4	5,3	5,3	-11,7
Ibex 35 (Espanha)	9.056,7	8.539,9	6,1	6,1	-12,9
PSI 20 (Portugal)	5.129,0	4.731,5	8,4	8,4	-8,5
Nikkei 225 (Japão)	20.773,5	20.014,8	3,8	3,8	-11,5
MSCI emergentes	1.049,9	965,8	8,7	8,7	-15,9

## O crescimento retrocede uma velocidade

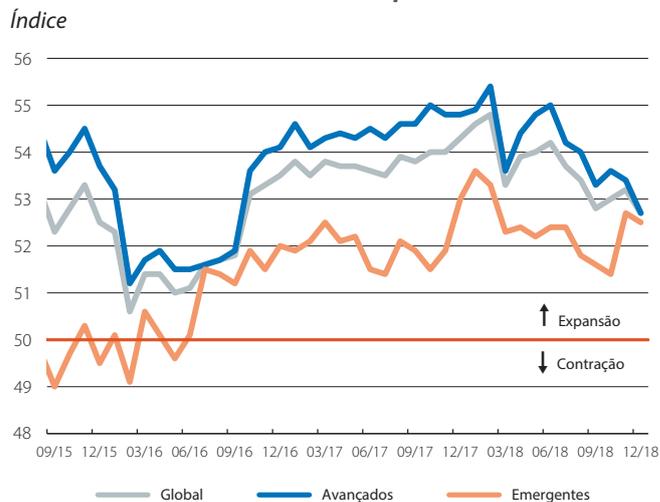
**A expansão global prossegue a um ritmo mais moderado.** Este dado é sugerido pelos indicadores de atividade global mais recentes, como o índice de confiança empresarial (PMI) compósito que ainda se encontra na zona de expansão (acima dos 50 pontos), mas que caiu para 52,7 pontos em dezembro, o valor mais baixo desde setembro de 2016. Da mesma forma, o índice IIF Growth Tracker, que estima o crescimento dos mercados emergentes, somou cinco meses consecutivos de queda em dezembro, embora ainda indique taxas de crescimento sólidas. Este abrandamento do ritmo de atividade global nos últimos meses é explicado por uma combinação de fatores. Especificamente, elementos idiossincráticos nas economias avançadas (particularmente na Europa) juntaram-se ao aperto das condições financeiras globais, à deterioração da confiança devido às tensões comerciais e à incerteza sobre o verdadeiro grau de desaceleração da economia chinesa. Dado que esperamos que estes fatores se mantenham nos próximos trimestres, isto sustenta um cenário de crescimento mais moderado para este ano (de 3,4%, segundo o BPI Research). Na mesma linha, o FMI indica que, na sua atualização das previsões económicas para janeiro, reviu ligeiramente em baixa as suas previsões de crescimento económico mundial de 2019 para 3,5% (-0,2 p. p.), e de 2020 para 3,6% (-0,1 p. p.). O Fundo também observou que a escalada das tensões comerciais continua a ser uma fonte de risco, embora a trégua de 90 dias entre os EUA e a China à introdução de novas taxas aduaneiras e o tom razoavelmente positivo observado nas negociações subsequentes apaziguaram as preocupações sobre uma guerra comercial.

**Não diminuí a incerteza em torno do Brexit.** A Câmara dos Comuns do Reino Unido rejeitou por uma grande maioria o acordo de saída que o Governo tinha acordado com a UE (ver o terceiro gráfico em anexo). Após a votação, a primeira-ministra Theresa May, do partido conservador, deve elaborar um plano alternativo que garanta um apoio parlamentar suficiente. A fim de obter o apoio da ala mais eurocética do seu partido e do partido irlandês DUP, a primeira-ministra optou por tentar negociar com Bruxelas novas concessões na cláusula *backstop* sobre a Irlanda. Neste contexto, as dificuldades em obter uma maioria no Parlamento aumentam a probabilidade de que o Reino Unido acabe por pedir uma extensão das negociações para além do dia do *Brexit* (29 de março) e abrem a possibilidade de um grande número de alternativas: desde a ratificação de um acordo de saída alterado a um *Brexit* mais suave (por exemplo, uma união aduaneira permanente) ou um segundo referendo. Por outro lado, os acontecimentos das últimas semanas (como a aprovação na Câmara dos Comuns de várias alterações) sugerem que existe uma clara maioria no Parlamento britânico a favor de evitar uma saída da União sem acordo.

### ZONA EURO

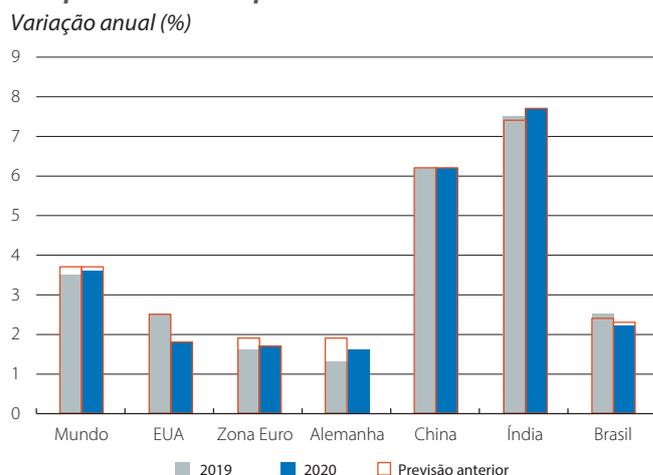
**A atividade da Zona Euro avança a um ritmo mais lento.** Especificamente, o PIB da Zona Euro registou um crescimento

### Indicadores de atividade: PMI compósito



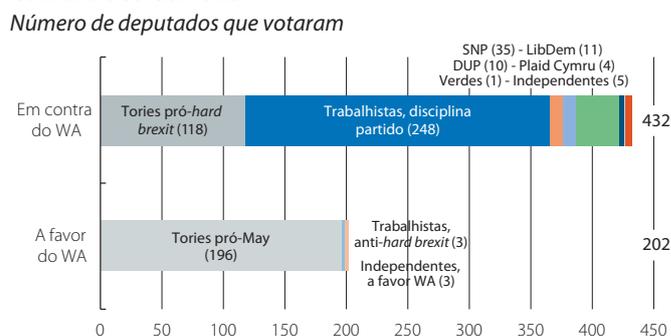
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

### FMI: previsões do PIB para 2019 e 2020



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, janeiro de 2019).

### Brexit: votação do acordo de saída (WA) na Câmara dos Comuns



Nota: O número de deputados com direito a voto são 639. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da BBC.

de 0,2% em cadeia (1,2% homólogo) no último trimestre do ano, um valor em linha com as expectativas do BPI Research e que se junta ao abrandamento gradual do crescimento dos últimos trimestres. No acumulado de 2018, a economia cresceu 1,8%, um ritmo favorável, mas longe do crescimento excepcional registado em 2017 (2,5%). Em parte, isto reflete um contexto externo menos favorável: a presença de obstáculos temporários que estão a ser mais persistentes do que era de esperar (como a adaptação lenta do setor automóvel às novas regulamentações europeias em matéria de emissões de gases poluentes) e a entrada numa fase mais madura do ciclo económico (estima-se que a Zona Euro tenha conseguido fechar o *gap* face ao produto potencial em 2018). No entanto, a procura interna permanece sólida, suportada por condições financeiras acomodáticas e pelo bom desempenho do mercado de trabalho. Assim, para os próximos trimestres, esperamos que a economia da Zona Euro continue a avançar, embora a um ritmo moderado e mais de acordo com o seu potencial. Por países dos quais conhecemos dados, destaque positivo para Espanha, com um crescimento em cadeia de 0,7%, e para França, com um crescimento em cadeia de 0,3% (era esperado um valor inferior por causa dos efeitos dos protestos do movimento dos «Coletes Amarelos»). Por outro lado, o PIB de Itália contraiu 0,2% em cadeia, o que fez com que o país transalpino entrasse em recessão técnica (dois trimestres consecutivos de crescimento em cadeia negativo). Por outro lado, também foi divulgado o crescimento para o conjunto de 2018 na Alemanha (de 1,5%), o que implica que o crescimento no 4T 2018 se situou entre 0% e 0,3% em cadeia.

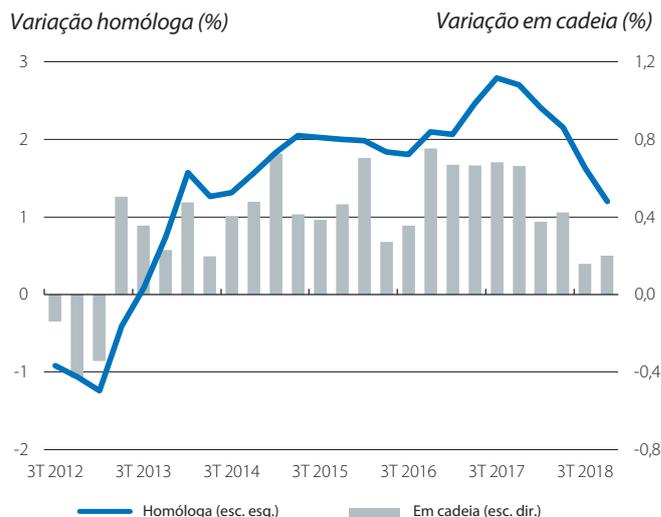
**Os indicadores de atividade mais recentes sugerem que o crescimento continua em níveis moderados no 1T de 2019.**

Especificamente, o índice PMI composto para o conjunto da Zona Euro – que mede a confiança dos empresários – voltou a diminuir pelo quinto mês consecutivo em janeiro, até se situar nos 50,7 pontos, o valor mais baixo desde julho de 2013 (mas, ainda assim, acima do limite de 50 pontos que marca a zona de expansão). Por países, destaque negativo para deterioração do índice em França para os 47,9 pontos (48,7 em dezembro), o que indica contração da atividade (e que teria sido afetada pelos protestos do movimento dos «Coletes Amarelos»). Em contrapartida, o PMI da Alemanha recuperou ligeiramente e passou de 51,6 pontos em dezembro para 52,1 pontos em janeiro. Da mesma forma, o índice de sentimento económico (ESI) ficou pelos 106,2 pontos em janeiro, um registo abaixo da média do 4T 2018 (108,8 pontos). Por outro lado, a confiança do consumidor, apesar de ter enfraquecido ligeiramente nos últimos meses, permanece acima da média histórica. Neste contexto, esperamos que o consumo privado mantenha a sua tendência positiva e continue a apoiar o crescimento da Zona Euro.

**ESTADOS UNIDOS**

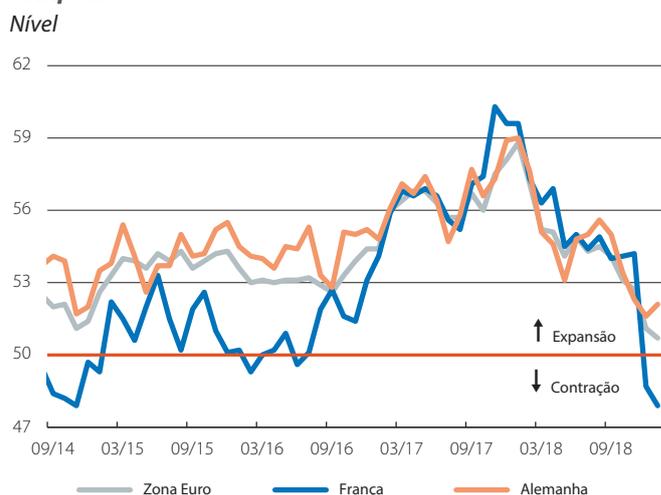
**A atividade continua robusta, mas alguns indicadores sugerem uma normalização do crescimento.** Por um lado, o estudo de campo realizado regularmente pela Fed (conhecido como *Beige Book*) continua a mostrar um ritmo de expansão econó-

**Zona Euro: crescimento do PIB**



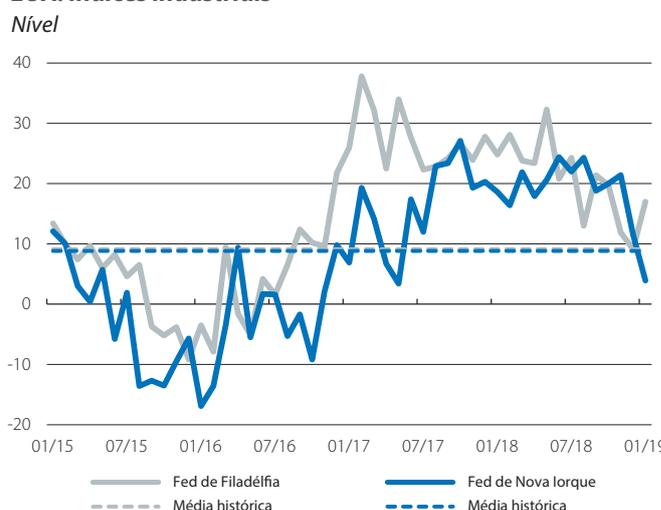
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

**Zona Euro: indicador de atividade PMI composto**



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

**EUA: índices industriais**



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

mica significativo. Por outro lado, indicadores como o índice de confiança do consumidor desenvolvido pela Universidade de Michigan, que caiu para 90,7 pontos em janeiro, o seu nível mais baixo desde 2016, ou o indicador de atividade industrial elaborado pela Reserva Federal de Nova Iorque, que, em janeiro, desceu para níveis de 2017 (índice sobre o estado atual da atividade) ou 2016 (índice sobre as expectativas futuras), sugerem uma desaceleração do crescimento nos próximos meses e trimestres. Em parte, como temos vindo a antecipar há alguns meses, isto reflete o enfraquecimento do incentivo fiscal e a própria maturidade do ciclo económico (com o qual podemos esperar que o crescimento começa a aproximar-se do seu ritmo potencial, ligeiramente abaixo dos 2%). No entanto, a incerteza sobre as tensões comerciais e o encerramento parcial da Administração Federal norte-americana durante quase todo o mês de janeiro (o mais longo da história) pode ter começado a pesar sobre a confiança económica.

**As pressões inflacionistas permanecem em linha com o objetivo a médio prazo da Fed.** Em particular, a inflação geral dos EUA caiu em dezembro para 1,9% em termos homólogos (2,2% em novembro), afetada principalmente pela queda nos preços da energia. Por outro lado, a inflação subjacente, que exclui do cálculo as componentes mais voláteis, como a energia e os alimentos, manteve-se nos 2,2%, sustentada pelo bom momento da atividade económica. Para os próximos meses, as componentes da energia deverão pesar sobre a taxa de inflação geral, devido ao efeito de base da queda acentuada do preço do petróleo no último trimestre de 2018. Contudo, este efeito será temporário e as dinâmicas de inflação subjacentes vão continuar a ser suportadas pela robustez do mercado de trabalho.

## CHINA

**A China despede-se de 2018 confirmando o abrandamento da sua economia.** Especificamente, o crescimento do PIB atingiu 6,4% em termos homólogos no 4T 2018, elevando para 6,6% a totalidade do ano, um registo em linha com o objetivo do Governo e as nossas previsões. Embora os dados oficiais continuem a mostrar uma desaceleração gradual da economia, como resultado da sua transição económica para um maior peso do setor terciário, os índices de atividade alternativos (incluindo o do BPI Research, como é possível observar no penúltimo gráfico), juntamente com outros indicadores como as exportações (que caíram 4,4% homólogo em dezembro) ou o índice de confiança empresarial PMI (que em dezembro atingiu os 49,4 pontos, o seu nível mais baixo em quase três anos), sugerem que a desaceleração do crescimento poderia ser mais acentuada do que a indicada pelos dados oficiais e que poderia ter sido afetada pelas tensões comerciais com os EUA e pelas taxas aduaneiras sobre as importações chinesas impostas pela Administração norte-americana (que começaram a afetar significativamente o setor exportador chinês). Para 2019 esperamos que a desaceleração continue, embora de forma gradual, graças à implementação de novas medidas de estímulo por parte do Governo chinês, como o aumento do investimento público em infraestruturas.

### EUA: IPC

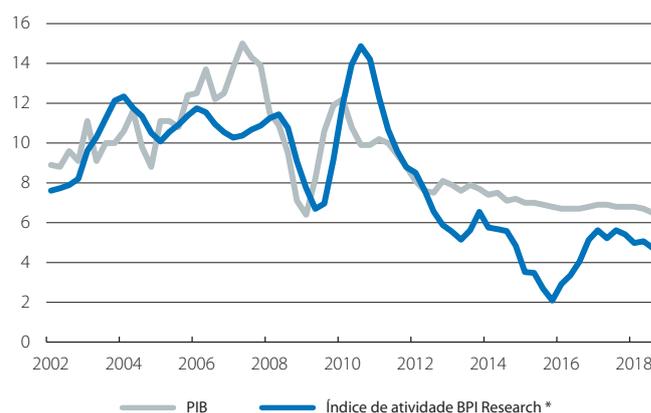
Variação homóloga (%)



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

### China: PIB em relação ao indicador de atividade do BPI

Variação homóloga (%)

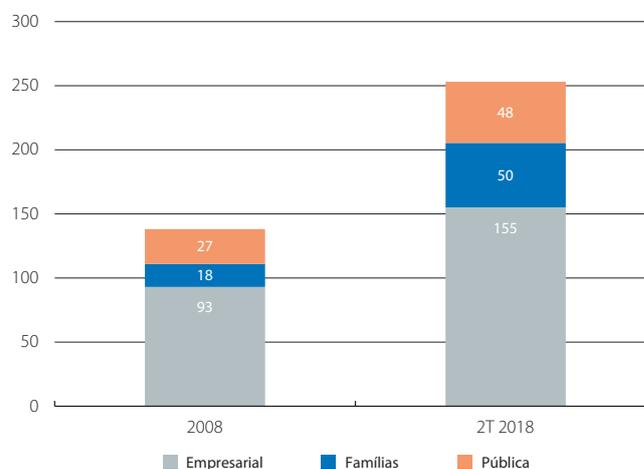


Nota: \* Média móvel dos últimos quatro trimestres do índice de atividade.

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

### China: dívida dos setores não financeiros

(% do PIB)



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

## Credibilidade internacional: fundamental para o novo sexénio mexicano

O México é um emergente *sui generis*. Está entre os países emergentes com um rendimento per capita relativamente mais elevado. Possui uma parte qualitativamente importante do seu tecido industrial e de serviços significativamente integrada na economia global. Além disso, este segmento da economia mexicana beneficia de um capital humano comparável ao de muitos países avançados. Em termos financeiros, o seu nível de profundidade de mercado e de integração também é maior do que o da maioria dos mercados emergentes. Foi ambicioso ao propôr reformas estruturais (embora, certamente, os seus resultados tenham ficado abaixo do desejado). E, finalmente, demonstrou duas premissas fundamentais na sua política económica: a ortodoxia das finanças públicas e uma política monetária independente, que resultaram num nível de desequilíbrios macroeconómicos comparativamente baixo face a outros emergentes. Esta combinação colocou o país numa melhor posição do que no passado para lidar com choques adversos.<sup>1</sup>

Apesar desta posição inicial favorável, a significativa mudança política que o novo mandato presidencial (2018-2024) irá supor, sob a liderança de Andrés Manuel López Obrador, e relações com os EUA mais incertas que as do passado levantaram dúvidas sobre quais são as verdadeiras perspectivas do país para os próximos anos e, de forma particular, se num momento em que o contexto global começa a tornar-se mais exigente, a economia será capaz de resistir sem problemas. Principalmente, devido à importância do contexto mundial para o México, é relevante avaliar se a sua economia é vulnerável a três possíveis choques de origem mundial: uma desaceleração mais acentuada do que a esperada nos EUA,<sup>2</sup> uma evolução do petróleo significativamente inferior à prevista<sup>3</sup> e um aperto das condições financeiras globais maior do que o contemplado atualmente.<sup>4</sup>

Relativamente ao primeiro destes efeitos, é sabido que a economia mexicana está fortemente ligada à dos EUA, com o qual seria de esperar um efeito negativo significativo de um choque adverso sobre o último. De acordo com estimativas próprias, e como é possível verificar no segundo gráfico, se em 2019, o crescimento nos EUA fosse menos 1 p. p. do que o esperado, o crescimento mexicano passaria, em 2019, dos 2,3% estimados pelo BPI Research para 2,0% e de 2,3% para 2,2% em 2020.

1. Por exemplo, o aperto considerável da política monetária colocou o país em condições de poder enfrentar no futuro – se for necessário – reduções na taxa de juro de referência, um panorama do qual muitos outros países emergentes não usufruem. Da mesma forma, a margem da política fiscal também é maior do que noutras economias, cuja capacidade contracíclica está limitada pelo desequilíbrio fiscal.

2. Os EUA representam 80% das exportações do México.

3. A produção de petróleo representava 3,4% do PIB mexicano no fecho do 3T 2018.

4. Estimamos um vetor autorregressivo para o PIB dos EUA e do México, o preço do barril de Brent, o índice das condições financeiras das economias avançadas e para a taxa de câmbio mexicana face ao dólar. São utilizados dados trimestrais desde o 2T 2003.

### México: previsões macroeconómicas

Percentagem de variação anual, exceto indicação expressa

	Média 2008-2016	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3
Inflação	3,9	6,0	4,9	4,1	3,4
Saldo fiscal (% do PIB)	-3,4	-1,1	-2,2	-2,5	-2,9
Dívida pública (% do PIB)	46,4	54,2	53,8	53,7	53,9
Balança corrente (% do PIB)	-1,6	-1,7	-1,3	-1,3	-1,5
Dívida externa (% do PIB)	29,0	37,1	37,8	36,4	35,3

Notas: (e) estimativa, (p) previsão.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INEGI e do FMI.

### México: resposta do PIB a diferentes choques \*

Impacto sobre o crescimento anual (p. p.)



Nota: \* É aplicado um choque de -1 p. p. sobre o crescimento anual do PIB dos EUA para 2019. É aplicado um choque de -10% em relação às previsões do preço do barril de Brent para 2019. É aplicado um choque de -0,5 pontos num trimestre sobre o índice de condições financeiras das economias avançadas da Goldman Sachs.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BEA, INEGI, da Goldman Sachs e da Thomson Reuters Datastream.

Um segundo choque significativo seria resultado da evolução do preço do petróleo, substancialmente abaixo do previsto. Se o preço médio do crude em 2019 for 10% menor do que o previsto, as relações históricas sugerem que o crescimento mexicano seria de menos 0,5 p. p. do que no cenário central de 2019, enquanto não seria afetado em 2020. Como é possível observar, trata-se de um impacto elevado para 2019, mas é provável que a estimativa, de acordo com os dados históricos, esteja a ser sobrestimada até certo ponto, dado que nos últimos anos a importância do petróleo na economia tem vindo a diminuir.<sup>5</sup>

5. Como é ilustrado pelo facto de que a sua produção passou de 7,4% do PIB em 2008 para 3,4% no 3T 2018. Normalmente, um choque destas características poderia materializar-se através da Pemex, cuja redução das receitas pode acabar por repercutir em receitas fiscais públicas mais baixas e afetar a perceção do risco soberano.

Um choque final derivaria de um aperto abrupto das condições financeiras. Assim, se no início de 2019 se produzir um aperto das condições financeiras dos países avançados de 0,5 pontos (ligeiramente maior do que o registado durante o episódio conhecido como *taper tantrum* de maio de 2013, por exemplo), neste ano o crescimento mexicano seria 0,1 p. p. inferior ao previsto no cenário central.<sup>6</sup> Ao contrário do que acontece com o petróleo, no qual a relação histórica pode estar a sobrestimar de certa forma o impacto, é preciso considerar que, devido à evolução atípica das condições financeiras durante os anos de expansão quantitativa dos bancos centrais dos países avançados, é possível que o efeito final esteja a ser subestimado.<sup>7</sup>

A informação fornecida pelo exercício econométrico anterior permite a construção de cenários alternativos às previsões centrais (ver o terceiro gráfico). Especificamente, considerando os rumos de subestimação ou sobrestimação referidos anteriormente, aproximamo-nos da faixa correspondente ao intervalo de confiança para corrigir este mesmo rumo. Assim, para elaborar o cenário de desaceleração dos EUA, considera-se que o choque sobre o crescimento dos EUA seria provavelmente acompanhado por uma certa recuperação da volatilidade financeira global, com a qual o impacto no México seria um pouco mais significativo do que a sensibilidade anteriormente mencionada. Especificamente, neste cenário, a dimensão da queda do crescimento mais razoável para o México seria de -0,5 p. p. em 2019 e de -0,3 p. p. em 2020. Num segundo cenário de queda do preço do petróleo, a perda de importância do setor petrolífero mencionada anteriormente sugere que a sensibilidade seria ligeiramente menor e que o crescimento em 2019 perderia 0,3 p. p. e que não sofreria variações em 2020. Finalmente, num terceiro cenário de aperto das condições financeiras globais, o impacto no crescimento mexicano em 2019 seria de -0,1 p. p. Em suma, o impacto negativo dos três choques, sem ser enorme, também não é de desprezar, pois poderia situar o crescimento (especialmente se alguns deles combinarem entre si) significativamente abaixo do registo a longo prazo (2,5% na média anual das últimas duas décadas).

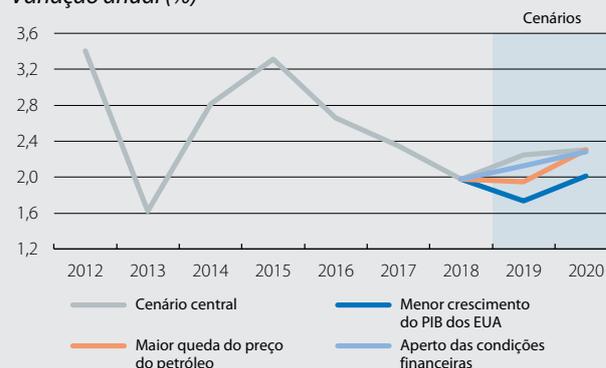
Apesar da origem externa destes choques, a contenção dos possíveis efeitos negativos vai depender, em grande medida, da capacidade mexicana de manter a sua credibilidade internacional, que hoje em dia é elevada e superior à de praticamente qualquer outra economia emergente. Como foi referido na introdução, o país demonstrou uma política fiscal razoavelmente ortodoxa e uma política monetária independente, dois elementos que deram

6. Convém salientar que, devido às características mexicanas apresentadas anteriormente, as condições financeiras do país estão altamente correlacionadas com as dos países avançados, e não tanto com as dos países emergentes.

7. Desde 2009, a volatilidade do crescimento do PIB nas economias emergentes tem sido menos sensível às condições financeiras das economias avançadas.

## México: crescimento do PIB em vários cenários \*

Variação anual (%)



Nota: \* Os cenários são elaborados a partir dos choques descritos no texto.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BEA, INEGI, da Goldman Sachs e da Thomson Reuters Datastream.

ao país uma importante âncora de estabilidade e que facilitaram um quadro macroeconómico razoavelmente sólido. Portanto, é fundamental que as decisões de política económica do novo Governo mantenham a sua reputação sem erosões.

Neste sentido, as primeiras decisões adotadas sugerem que o novo Governo é sensível a estas necessidades e que, para além do estilo comunicativo e de alguma questão provavelmente mais polémica (como uma possível mudança no regulamento das comissões bancárias, o aumento do salário mínimo ou a suspensão do novo aeroporto na Cidade do México), tem prevalecido uma orientação pragmática. Em particular, os investidores receberam positivamente a proposta de orçamento, tanto por causa de muitas das medidas contempladas, como pelo facto de partir de previsões macroeconómicas semelhantes às tratadas pelo consenso dos analistas. Assim, prevê-se que, em 2019, seja atingido um superavit primário de 1% do PIB (ligeiramente superior aos 0,8% estimados para 2018), uma meta ambiciosa que vai ajudar a estabilizar a dívida pública, e um défice total de 2,5% do PIB. Embora a contenção das despesas correntes planeada pareça ligeiramente otimista, não se deve descartar o facto de existir algum desvio em termos de receitas. Deste modo o detalhe do orçamento afastou (ou talvez apenas adiantou, sendo que saberemos quando a execução orçamental progredir) os riscos de uma expansão excessiva das despesas derivada de várias transferências sociais anunciadas durante a campanha eleitoral e antes da posse do novo governo.<sup>8</sup> Em suma, um sinal importante no sentido apropriado de reafirmar o compromisso do México para com a estabilidade macroeconómica. Está muito em jogo para o país e iniciar a partida com a abordagem adequada é fundamental.

8. O aumento das transferências de novos programas diferentes foi compensado pela reordenação de muitos outros pré-existentes, que estão a fechar.

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
<b>Atividade</b>									
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	126,6
Produção industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,2	4,1	4,0
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,3	57,4	58,7	59,7	58,7	59,7	57,5	58,8	54,3
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	214	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,9
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,6	60,6
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,5	2,2	1,9
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,1	2,2	2,2

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

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
<b>Atividade</b>									
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	42,7
Produção industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	–0,1	2,5	0,6	–1,0
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 <sup>1</sup> (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	0,0	–0,2	–0,2
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	1,4	0,9	0,3
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

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
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,8	6,7	6,5	–	6,4	–
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	5,7
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	50,2	50,0	49,4
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1</sup>	512	420	420	404	377	349	345	349	352
Exportações	–8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,7	14,3	3,9	–4,4
Importações	–5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	20,3	2,9	–7,6
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,5	2,2	1,9
Taxa de juro de referência <sup>2</sup>	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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	2,3	1,7	1,7	1,1	2,3	1,1	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	3,0	3,1	2,4	0,7	1,2	-3,3	...	...
Confiança do consumidor	-7,8	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-5,9	-6,6	-8,3	-7,9
Sentimento económico	104,2	110,1	113,2	111,8	110,9	109,7	109,5	107,4	106,2
PMI indústrias	52,5	57,4	58,3	55,5	54,3	52,0	51,8	51,4	50,5
PMI serviços	53,1	55,6	56,4	54,6	54,4	53,7	53,4	51,2	50,8
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,4	1,6	1,5	1,5	1,3	...	...	-	-
<b>Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)</b>	10,0	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,9	7,9	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,2	9,0	9,1	9,1	9,1	9,1	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	10,9	10,7	10,3	10,5	10,5	10,3	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,2	15,4	15,0	14,4	14,4	14,3	...

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	1,6
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	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
<b>Balança corrente: Zona Euro</b>	3,4	3,5	3,5	3,6	3,9	3,6	3,5	3,3	...
Alemanha	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,8	7,6	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	...
Itália	2,5	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,8	1,5	1,2	1,0	0,9	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	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
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>1</sup>	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	4,0	4,0
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,3	7,1	6,9
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-2,5	-2,2	-1,5	-1,4	-1,0	-1,0	-0,8
Instrumentos negociáveis	2,7	1,4	-1,3	-5,6	-3,2	-5,3	-4,7	-5,8	0,6
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	...

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 ISFLS. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

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

## Portugal: crescimento sólido, mas condicionado pela desaceleração global

As perspetivas económicas são positivas, mas não estão isentas de riscos. A procura interna mantém uma evolução sólida e bem sustentada no dinamismo do mercado de trabalho (tanto em termos de criação de empregos como de recuperação dos rendimentos), na recuperação gradual do crédito e num contexto propício à realização de investimentos públicos (dado que as eleições legislativas terão lugar em outubro). Assim, as perspetivas de crescimento permanecem favoráveis e a economia deverá continuar a crescer em patamares em torno dos 2%, confortavelmente acima da sua média histórica dos últimos 20 anos. Contudo, as fontes de incerteza de natureza externa (tensões geopolíticas, perturbações temporárias sobre o crescimento da Zona Euro, etc.) influenciam a atividade dos principais parceiros comerciais de Portugal e, se persistirem mais tempo do que o previsto ou se se intensificarem, poderão condicionar a atividade económica portuguesa por causa do seu importante grau de abertura ao exterior. Por conseguinte, como resultado das revisões efetuadas para o crescimento global em geral e da Zona Euro em particular, o BPI Research reviu em baixa a previsão de crescimento de Portugal em 2019 e 2020 para 1,8% e 1,7%, respetivamente, ritmos de crescimento ainda robustos, tendo em conta o comportamento histórico da série.

Alguns indicadores sofreram perturbações temporárias no 4T 2018. Em particular, no último trimestre do ano, o setor automóvel foi afetado pela rutura de *stocks* e pela greve dos estivadores do porto de Setúbal, o que prejudicou o desempenho das exportações da economia repercutindo-se, provavelmente, numa menor contribuição do setor automóvel (que representa cerca de 7% do PIB) para o crescimento do 4T 2018. Assim, é possível que por causa destas perturbações, o PIB do 4T possa surpreender de forma ligeiramente negativa. No entanto, são apenas fatores temporários cujo impacto desvanecer-se-á nos próximos trimestres, enquanto as perspetivas para a atividade portuguesa permanecem favoráveis e beneficiam das melhorias estruturais dos últimos anos (especialmente em termos de melhoria da competitividade, um mercado de trabalho mais flexível e ao maior peso dos setores integrados no comércio internacional).

A taxa de inflação permaneceu contida em 2018. A inflação em Portugal mantém uma dinâmica suave e com pressões inflacionistas mais fracas do que o conjunto da Zona Euro. Assim, ao nível da média de 2018, a inflação geral medida pelo IPC harmonizado foi de 1,2% (um valor claramente abaixo dos 1,7% do conjunto da Zona Euro), enquanto a subjacente, que exclui componentes com preços mais voláteis, como a energia e os alimentos não transformados, situou-se nos 0,9%.

### Portugal: previsões de crescimento

Varição anual (%)

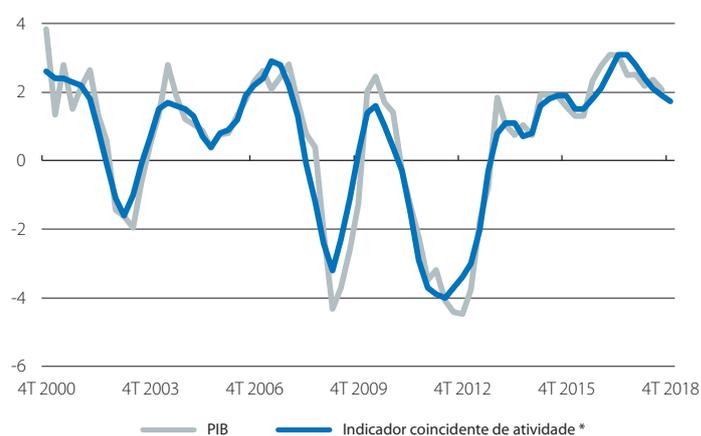
	2017	2018 (e)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	2,8	2,1	1,8	1,7
Consumo privado	2,3	2,3	1,8	1,8
Consumo público	0,2	0,7	0,8	0,3
Formação bruta de capital fixo	9,2	4,2	3,7	4,4
Exportações	7,8	3,9	4,1	3,2
Importações	8,1	4,9	2,2	3,6

Notas: (e) Estimativa. (p) Previsão.

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

### Portugal: PIB e indicador coincidente de atividade

Varição homóloga (%)

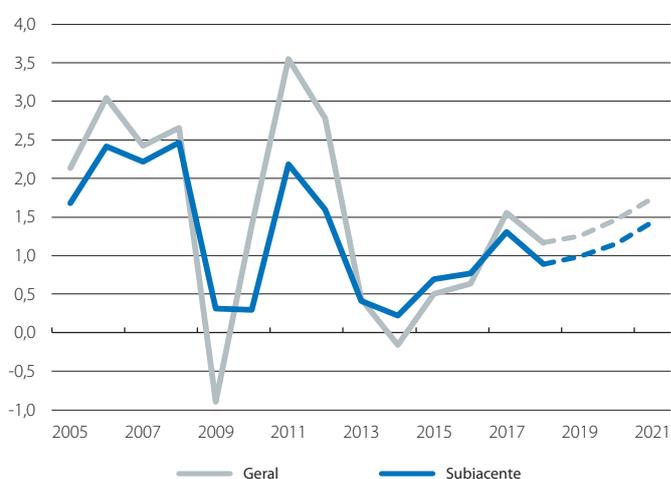


Nota: \* Nível.

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

### Portugal: IPC harmonizado

Varição anual (%)



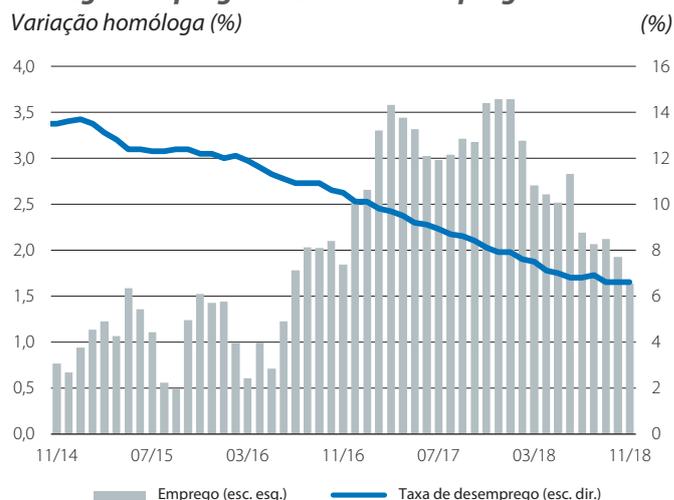
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

**O mercado de trabalho entra em fase de consolidação.** Se 2017 se destacou como um ano com uma redução significativa do desemprego (a taxa de desemprego diminuiu 2,2 p. p. para 8,9%) e por um ritmo elevado de criação de emprego (com taxas acima dos 3%), 2018 foi o ano em que o mercado de trabalho consolidou a sua recuperação e, portanto, começou a mostrar sinais de estar numa fase mais madura (ver o Focus «Portugal: chegámos ao fim da recuperação dourada do mercado de trabalho?» nesta mesma *Informação Mensal*), com ritmos de redução do desemprego e um aumento mais suave do número de empregados. Assim, em novembro, o crescimento do emprego desacelerou para 1,6% em termos homólogos (1,9% em outubro), enquanto em dezembro de 2018 a taxa de desemprego foi de 6,7%, o mesmo registo de novembro e apenas 0,1 p. p. acima dos 6,6% de outubro (sendo este o valor mínimo desde finais de 2002). Desta forma, a taxa de desemprego média do ano ter-se-á situado nos 7,0%: o seu nível anual mais baixo desde 2004.

**As contas públicas mantiveram a tendência positiva em 2018.** De acordo com o fluxo de caixa, o saldo orçamental teria fechado 2018 em -1,0% do PIB, o que representa uma melhoria em comparação com os -1,3% de 2017, graças ao dinamismo das receitas (5,2%, com dados até dezembro) face às despesas (4,5% homólogo). Esta melhoria foi ajudada pela evolução positiva da situação económica, o que facilitou o crescimento das receitas fiscais e contributivas (5,3% homólogo), duas componentes que juntas perfazem a quase totalidade do aumento nas receitas em 2018. Perante estes números, com base no critério de fluxo de caixa, recordamos que a Comissão Europeia avalia as contas a partir de valores com base nos critérios das contas nacionais, cuja publicação está prevista para 26 de março.

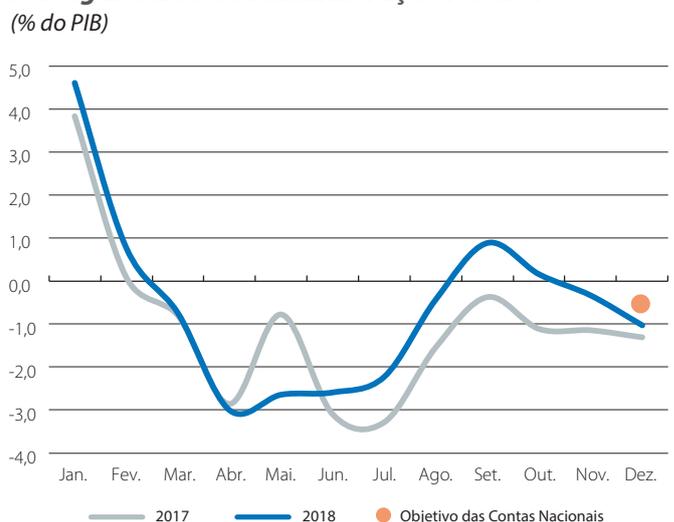
**Os bancos aproveitam a conjuntura económica para sanear os seus balanços.** A taxa de empréstimos de cobrança duvidosa diminuiu para 11,3% no 3T 2018, uma redução de 0,4 p. p. em comparação com o trimestre anterior e que colocou o crédito em incumprimento, em termos absolutos, nos 31.171 milhões de euros no 3T, ou seja, menos 19.288 milhões do que o máximo alcançado no 2T 2016. No entanto, apesar da melhoria, esta taxa continua a ser elevada e permanece acima da média da Zona Euro (3,4% em setembro). Por outro lado, graças ao sólido crescimento do crédito ao consumo (11,7% homólogo) e à recuperação do crédito à habitação (-1,1% face aos -2,2% de novembro de 2017), em novembro de 2018 o saldo total do crédito a particulares estabilizou após três meses de aumentos moderados (colocando um ponto final a oito anos de contração). Por sua vez, o *stock* de crédito às empresas continuou a descer (-4,3% homólogo), devido às vendas de carteiras de empréstimos de cobrança duvidosa que os bancos estão a efetuar para sanear os seus balanços (corrigindo este efeito, a carteira de crédito aumentou 1,1% homólogo).

**Portugal: emprego e taxa de desemprego \***



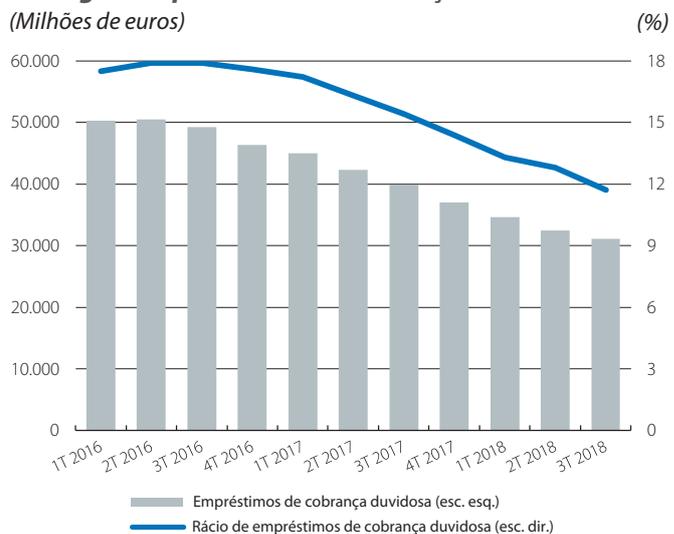
*Nota:* \* Dados ajustados de sazonalidade.  
*Fonte:* BPI Research, a partir dos dados da Datastream.

**Portugal: saldo da Administração Pública**



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

**Portugal: empréstimos de cobrança duvidosa**



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

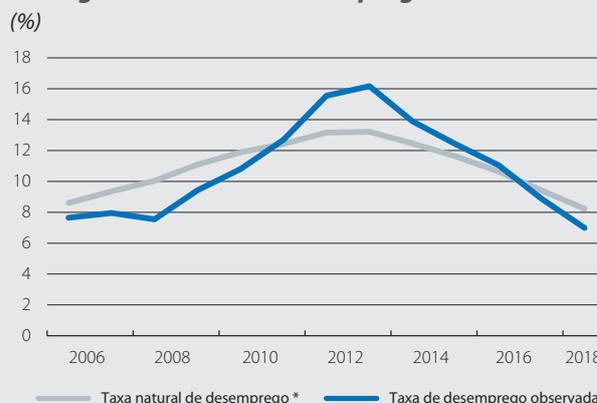
## Portugal: chegámos ao fim da recuperação dourada do mercado de trabalho?

A diminuição do desemprego tem sido o aspeto mais marcante da recuperação da economia portuguesa nos últimos anos, ao ponto de o número de desempregados ser atualmente inferior ao registado antes da crise financeira de 2008.<sup>1</sup> Além disso, é preciso recuar até finais de 2002 para encontrar uma taxa de desemprego tão baixa como a registada na segunda metade de 2018 (6,7%). Perante a desaceleração da economia prevista para 2019 e a recente estabilização da taxa de desemprego, devemos analisar a evolução futura do desemprego.

Esta questão requer a abordagem do conceito de taxa de desemprego natural, ou seja, a taxa além da qual a redução do desemprego provoca pressões salariais ou inflacionistas crescentes (também denominada NAWRU ou NAIRU, em inglês).<sup>2</sup> Apesar da taxa de desemprego natural não ser diretamente observada, a sua ligação à taxa de inflação permite-nos estimá-la a partir da relação entre a taxa de desemprego e a inflação observadas (a denominada curva de Phillips). Em particular, se existir uma aceleração sustentada das pressões inflacionistas e salariais acima dos seus níveis razoáveis (como, por exemplo, uma taxa de inflação de 2%), podemos deduzir que a taxa de desemprego observada é inferior à sua taxa natural.

O que sabemos sobre a taxa de desemprego natural de Portugal? Como é possível observar no gráfico em anexo, entre 2008 e 2013, tanto a taxa de desemprego observada como a taxa de desemprego natural aumentaram rapidamente, sugerindo que o mercado de trabalho foi afetado pelo ciclo económico e por fatores estruturais. De facto, em períodos de crise, uma menor atividade económica provoca, numa primeira fase, a redução ou o fim da atividade das empresas, destruindo-se postos de trabalho. À medida que a crise se intensifica, também aumenta o tempo que as pessoas estão desempregadas. Isto dificulta a sua reentrada no mercado de trabalho, uma vez que as competências destes desempregados se vão deteriorando e deixam de se ajustar às exigências do mercado. Neste contexto, o número de desempregados de longa duração aumenta, tal como aconteceu em Portugal entre 2008 e 2013.<sup>3</sup> Além disso, o desemprego estrutural acentua não só por causa desta perda de competências como também por um maior desequilíbrio entre as competências exigidas pelo mercado e aquelas que os trabalhadores têm (o denominado *skills mismatch*), situação observada na última recessão tanto em Portugal como noutras economias da Zona Euro (provavelmente por causa da crise na construção, que levou a

### Portugal: medidas de desemprego



**Nota:** \* Taxa de desemprego compatível com um crescimento estável dos salários (denominada NAWRU, em inglês «non-accelerating wage rate of unemployment») calculada pela Comissão Europeia.

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

uma consequente destruição de vários postos de trabalho neste setor).<sup>4</sup>

No entanto, com a recuperação económica, desfazem-se parte destes fatores estruturais. Assim, como é possível observar no gráfico, a taxa de desemprego natural diminuiu para 8,2% em 2018 (segundo as estimativas da Comissão Europeia). Este valor é superior à taxa de desemprego observada (que se situou provavelmente nos 7% em 2018), o que reflete uma maior maturidade do mercado de trabalho e sugere a possibilidade de uma dinâmica salarial mais sólida. De facto, a remuneração média mensal líquida dos trabalhadores por conta de outrem cresceu 3,8% em termos homólogos, em média, nos três primeiros trimestres de 2018, ainda que esta evolução reflita provavelmente outros fatores.<sup>5</sup> Da mesma forma, outras tendências também refletem a maior maturidade do mercado de trabalho. Especificamente, a taxa de desemprego estabilizou em 6,7% pelo segundo mês consecutivo em dezembro acompanhada por um aumento menos acentuado da população empregada. No entanto existe ainda uma folga em setores nos quais as empresas têm dificuldade para encontrar pessoal adequado (como no setor da construção).<sup>6</sup>

Em suma, com a recuperação do mercado de trabalho bem consolidada, é possível que a redução do desemprego contribua para pressões salariais mais sólidas no futuro. No entanto, as estimativas da taxa de desemprego natural devem ser interpretadas com cautela, uma vez que variam ao longo do tempo e dependem da metodologia utilizada para as calcular.<sup>7</sup>

1. Em 2018 foram registados, em média, cerca de 364.000 desempregados (dados disponíveis até novembro), um valor sensivelmente inferior aos 418.000 de 2008.

2. A NAIRU (*non-accelerating inflation rate of unemployment*) e a NAWRU (*non-accelerating wage rate of unemployment*) são as taxas de desemprego compatíveis com uma taxa de inflação/crescimento salarial estáveis.

3. Em 2013, os desempregados de longa duração representavam 62% do total dos desempregados.

4. Banco Central Europeu (2014), «The impact of the economic crisis on euro area labour markets», *Boletim Mensal*, novembro.

5. Por exemplo, a eliminação total da sobretaxa de IRS, uma taxa adicionada sobre os rendimentos aplicada em 2011.

6. Isto reflete-se no Inquérito anual dos custos de contexto de 2017.

7. Banco Central Europeu (2015), «Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets», *Occasional Paper Series*.

## O sol (ainda) brilha em Portugal

O turismo sempre foi um setor de grande importância para a economia portuguesa e, nos últimos anos, esta relevância aumentou. Este setor, que representa 10% do emprego, registou um forte crescimento nos últimos anos, bem acima do conjunto da economia. Em grande parte, este desenvolvimento foi impulsionado pela chegada de turistas internacionais, que também contribuíram para a vitalidade do mercado imobiliário português recentemente observada. No entanto, em 2018 o setor registou os primeiros sinais de desaceleração e, por causa da sua relevância, é importante analisar as consequências desta desaceleração para a economia portuguesa.

O valor acrescentado bruto (VAB) criado pelo turismo tem vindo a registar um crescimento superior ao da economia portuguesa. Por exemplo, em 2017 atingiu uma taxa de crescimento de 13,6% face a um crescimento do PIB em termos nominais de 4,4%. Assim, graças a este dinamismo, o setor do turismo está a atingir uma importância ainda maior e, em 2017, representou 7,5% do VAB nacional.

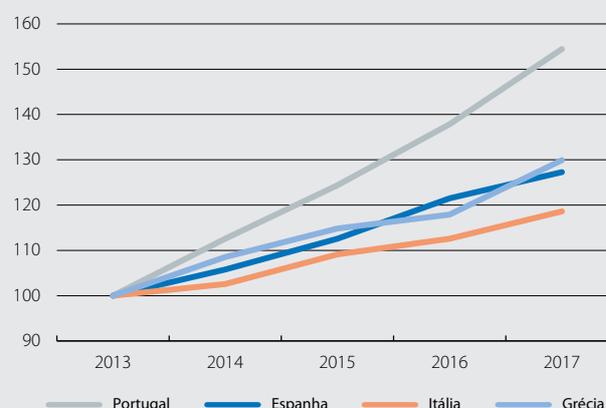
O turismo é também um setor fundamental para as contas externas portuguesas; especialmente devido à sua enorme contribuição para o equilíbrio do saldo da balança corrente. Por exemplo, se se excluísse a contribuição do setor do turismo, o saldo da balança em 2017 teria sido de -5,1% do PIB (comparado com os +0,5% efetivamente registados). Além disso, o superavit externo do setor aumentou nos últimos anos, as exportações turísticas passaram de 5,4% do PIB em 2013 para 7,8% em 2017 e o seu crescimento ultrapassou largamente o das importações (o peso das exportações turísticas em relação ao total das exportações passou de 13% para 19% entre 2013 e 2017, enquanto o peso das importações se manteve em 5%). Assim, nos últimos anos, o setor do turismo tem alimentado a capacidade de financiamento externo num contexto de deterioração dos saldos das restantes componentes.

A boa dinâmica do setor do turismo português é ainda mais evidente se a compararmos com os países da Europa Mediterrânica (ver o primeiro gráfico). Portugal registou um crescimento da entrada de turistas muito superior ao de países como a Espanha, Itália ou a Grécia, que possuem uma atração turística semelhante em termos de clima e cultura. Especificamente, entre 2013 e 2017, estes países registaram um aumento da chegada de turistas de cerca de 25%, comparado com um crescimento de 55% em Portugal.

Após a evolução significativa do setor nos últimos anos, 2018 trouxe os primeiros sinais de desaceleração, com uma estabilização do número de turistas não residentes.<sup>1</sup> Face a estes sinais, elaborámos um exercício de sensibilidade (ver tabela) para analisar o impacto de uma desaceleração das exportações turísticas em 2019 sobre o PIB.<sup>2</sup>

### Portugal: entrada de turistas

Índice (100 = 2013)



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

### Sector turístico português: sensibilidade do PIB

Variação anual (%)

	2018 *	Cenário central	Cenário alternativo
Exportações turismo	10,0	5,0	0,0
<b>Impacto no crescimento do PIB (p. p.) **</b>		-0,15	-0,35

Notas: \* Estimativa baseada em dados disponíveis até novembro.

\*\* Diferencial com a previsão de crescimento do PIB do BPI Research para 2019.

Fonte: BPI Research.

Segundo estas estimativas, um cenário de desaceleração moderada do setor do turismo, sugerido pelos indicadores (cenário central), retiraria 0,15 p.p. ao crescimento do PIB, enquanto um cenário de estagnação hipotética do setor poderia diminuir 0,35 p.p. ao crescimento, um valor que demonstra a importância do turismo para a economia nacional.

Em conjunto, as perspetivas para o setor nos próximos anos são positivas. Bom exemplo disto é que, apesar de alguns sinais de abrandamento, as receitas por quarto continuam a subir, o que reflete a melhoria alcançada na qualidade dos serviços turísticos portugueses e sugere que o setor está melhor preparado para resistir a um contexto de estabilização ou de ligeira moderação da procura.

1. Com uma variação homóloga de 0,2% dos hóspedes não residentes na hotelaria entre janeiro e novembro de 2018.

2. Os cálculos baseiam-se no peso das exportações turísticas em relação ao PIB do conjunto da economia.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
Índice coincidente para a atividade	1,7	2,9	2,2	1,9	1,8	1,9	1,8	1,8	1,7	...
<b>Indústria</b>										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	0,5	-1,8	-1,1	-0,5	0,2	-3,1	-0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	0,0	0,4	-0,6	-1,2	-1,1	-0,7	0,0	-2,2
<b>Construção</b>										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,9	19,8	11,5	13,0	...	13,0	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	23,7	18,4	...	18,4	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - taxação)	3,7	5,1	6,1	6,2	...	6,2	6,2	6,2	...	...
<b>Serviços</b>										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	7,6	3,8	...	2,5	1,2	0,7	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	14,4	16,5	12,2	16,7	8,6	11,7	16,2	19,1
<b>Consumo</b>										
Vendas no comércio a retalho	2,7	4,1	2,6	2,3	4,7	0,9	5,9	4,3	3,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	1,9	2,6	2,4	1,9	1,4	1,7	1,5	1,4	1,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-12,1	-5,0	-4,0	-5,0	-6,2	-3,9	-4,7	-6,7	-7,2	-7,9
<b>Mercado de trabalho</b>										
População empregada	1,2	3,3	2,4	2,1	...	2,1	1,9	1,5	1,4	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	6,7	6,7	...	6,6	6,6	6,7	6,7	...
<b>PIB</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>...</b>	<b>2,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Preços<sup>1</sup>**

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

	2016	2017	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
Inflação geral	0,6	1,6	1,2	1,8	0,8	1,8	0,8	0,9	0,6	0,5
Inflação subjacente	0,8	1,3	0,9	1,3	0,5	1,4	0,3	0,5	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	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
<b>Comércio de bens</b>										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,8	10,0	7,4	7,0	...	7,0	6,4	4,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,5	13,5	9,8	8,6	...	8,6	7,3	7,3	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>...</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	3,8	3,5	3,1	3,1	...	3,1	3,2	2,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,7	-2,6	-3,1	-3,5	...	-3,5	-3,4	-3,1	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>...</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**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	2T 2018	3T 2018	4T 2018	09/18	10/18	11/18	12/18	01/19
<b>Depósitos<sup>2</sup></b>										
Depósitos das famílias e empresas	3,7	1,7	4,3	4,4	...	4,7	3,8	4,0	...	...
À vista e poupança	19,5	15,7	15,3	13,6	...	14,9	13,5	14,0	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,2	-5,8	-2,9	-2,1	...	-2,3	-2,9	-3,1	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-17,9	1,3	-0,8	1,0	...	1,4	2,2	0,5	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>2,3</b>	<b>1,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>...</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,8</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito<sup>2</sup></b>										
Setor privado	-3,9	-4,0	-1,8	-1,4	...	-1,3	-1,6	-1,6	...	...
Empresas não financeiras	-5,6	-6,5	-3,7	-3,7	...	-3,5	-4,6	-4,3	...	...
Famílias - habitações	-3,3	-3,1	-1,6	-1,2	...	-1,1	-1,1	-1,1	...	...
Famílias - outros fins	-0,5	0,9	4,1	5,8	...	5,7	6,1	5,3	...	...
Administrações Públicas	-9,4	9,3	14,8	-12,4	...	-11,2	-11,2	-10,6	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-4,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>...</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>3</sup></b>	<b>17,2</b>	<b>13,3</b>	<b>11,7</b>	<b>11,3</b>	<b>...</b>	<b>11,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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.

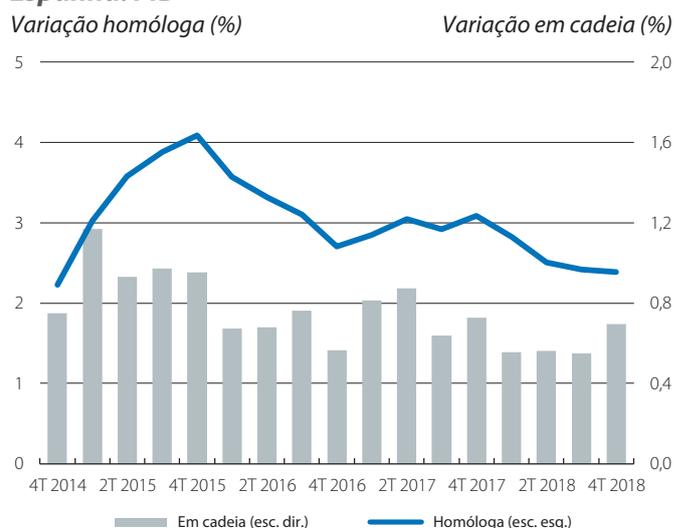
## A solidez da procura interna compensa um contexto externo menos favorável

O ritmo de crescimento da economia espanhola desacelera gradualmente. O PIB fechou o ano com tendência positiva, crescendo, no 4T, 0,7% em cadeia e 2,4% em termos homólogos. Assim, para o conjunto de 2018 a economia espanhola cresceu 2,5% (3,0% em 2017) e, em linha com o previsto pelo conjunto dos analistas, confirmou a desaceleração gradual da atividade para níveis de crescimento mais sustentáveis. Por componentes, a procura interna foi o principal motor de crescimento (+2,9 p. p.) e compensou a contribuição negativa líquida do setor externo (-0,4 p. p.), afetado por um contexto internacional que se deteriorou por causa das tensões comerciais entre os EUA e a China e pelas incertezas a nível europeu (*Brexit*, o conflito entre a Itália e a Comissão Europeia, as perturbações ao crescimento da Zona Euro, etc.). Para 2019, esperamos que a atividade continue a evoluir a um ritmo mais moderado do que nos últimos anos, mas em níveis mais altos do que os observados na maioria dos países da Zona Euro. A atividade será apoiada por um crescimento robusto do emprego e por condições financeiras ainda acomodaticias na Zona Euro, que vão continuar a suportar o consumo e o investimento. No entanto, a persistência de um contexto externo menos favorável e rodeado de incertezas geopolíticas e macrofinanceiras sugere que a procura externa vai manter uma contribuição líquida muito limitada para o crescimento.

Os indicadores de atividade apresentam sinais mistos. Por um lado, vários indicadores refletem um menor dinamismo do setor industrial, como resultado do desempenho negativo dos setores da energia (um setor altamente volátil) e do automóvel, este último afetado pela nova regulamentação europeia sobre emissões e por um clima de tensões comerciais. Em particular, em novembro, o índice de produção industrial recuou 2,6% em termos homólogos (dado ajustado de sazonalidade e corrigido por efeitos de calendário), sendo que a faturação do setor caiu 2,7% em termos homólogos (média móvel de três meses). Além disso, em dezembro, o índice PMI para o setor das indústrias perdeu 1,5 pontos até atingir os 51,1 pontos. Por outro lado, os indicadores do setor dos serviços mostraram uma tendência positiva, com um aumento do volume de negócios em novembro (+6,1% homólogo) e um índice PMI de serviços que permaneceu em dezembro num confortável 54,0 pontos pelo terceiro mês consecutivo.

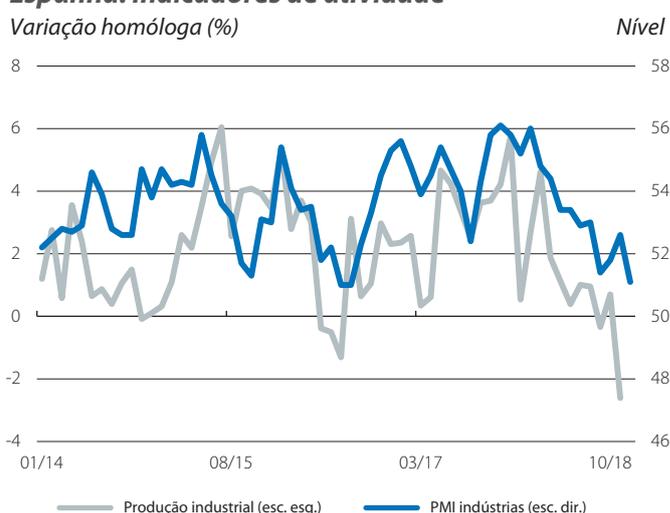
O mercado de trabalho terminou 2018 com muita energia. Segundo dados do Inquérito à População Ativa (EPA), o número de pessoas empregadas aumentou em 566.000 pessoas no 4T (acumulado de quatro trimestres), um valor semelhante ao aumento do número de inscritos na Segurança Social durante o mesmo período (564.000). Assim, o ritmo de criação de emprego, de acordo com o EPA, acelerou para 3,0% homólogo no 4T 2018, após vários trimestres de ligeira desaceleração (2,5% no 3T 2018), em parte devido à mudança de cenário por parte da criação de emprego público, que aumentou 4,4% em termos homólogos (+3,0% homólogo no 4T 2017). Por outro lado, o desemprego caiu significativamente em 2018 para 14,4% no 4T

### Espanha: PIB



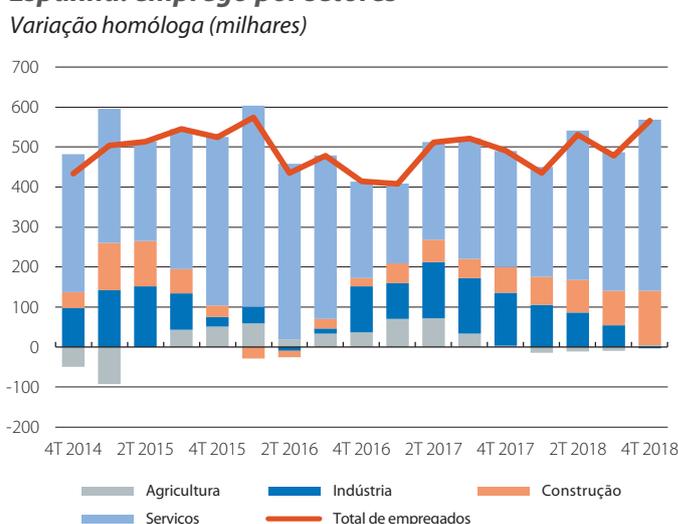
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

### Espanha: indicadores de atividade



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

### Espanha: emprego por setores



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

2018 (uma queda de 2,1 p. p. nos últimos quatro trimestres). Para 2019 espera-se que a boa evolução do mercado de trabalho perdure mas que, após um fim de ano excepcionalmente bom, perca alguma intensidade em linha com o abrandamento previsto para o ritmo de crescimento da economia espanhola.

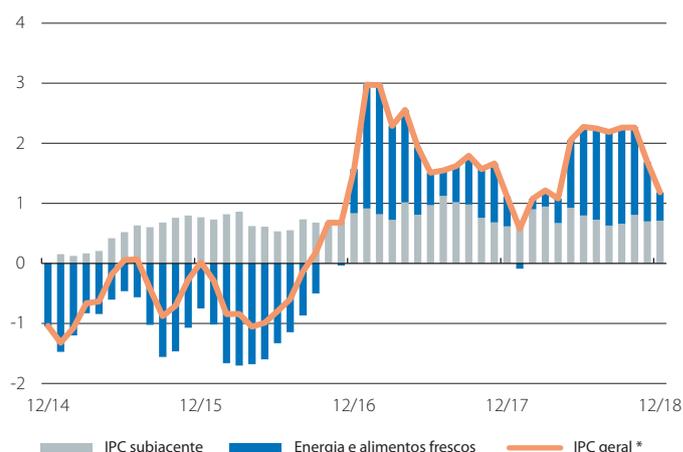
**A taxa de inflação modera devido ao preço da energia.** Em janeiro, a inflação geral desacelerou para 1,0%, um valor 0,2 p. p. inferior ao do mês de dezembro ao qual o INE – à espera do detalhe por componentes – atribuiu à queda do preço do gás e à desaceleração verificada no preço dos combustíveis. A queda em janeiro une-se à descida do mês anterior, do qual já existem dados disponíveis sobre o detalhe por componentes e no qual a taxa de inflação geral caiu 5 décimas, para 1,2%, enquanto a taxa de inflação subjacente permaneceu estável nos 0,9%. Assim, na média de 2018, a inflação geral situou-se em 1,7% e a subjacente em 0,9%.

**O superavit externo perde força.** Em novembro, o saldo da balança corrente manteve-se em terreno positivo, mas recuou para 0,9% do PIB (acumulado em 12 meses), um registo 0,9 p. p. inferior ao do ano anterior. A erosão dos últimos 12 meses ocorre num contexto mais adverso, com uma deterioração generalizada da balança de bens, (-0,5 p. p. em relação a novembro de 2017) e um superavit menor na de serviços (-0,4 p. p. em relação a novembro de 2017). Em particular, o saldo comercial de bens registou um défice de 2,7% do PIB (acumulado de 12 meses), com uma deterioração em grande medida atribuível à balança de bens não energéticos e, de forma particular, ao contraste entre a desaceleração das exportações não energéticas (2,5% homólogo em novembro em comparação com os 3,2% de outubro, com dados acumulados de 12 meses) e à robustez das importações (4,0% em novembro e 4,1% em outubro). Por outro lado, o superavit comercial dos serviços moderou tanto pelo menor dinamismo das exportações de serviços não turísticos como pelo aumento das importações de serviços turísticos. Nos próximos meses, o contexto externo menos favorável e a força das importações da procura interna vão continuar a desgastar a balança corrente, embora a queda do preço do petróleo no final de 2018 possa proporcionar algum alívio.

**O Orçamento Geral do Estado para 2019 prevê um ajustamento fiscal através dos rendimentos.** As contas públicas apresentadas em janeiro no Congresso contemplam a maioria das medidas já anunciadas no projeto orçamental enviado a Bruxelas em outubro, mas com um maior ajustamento do défice, de 2,7% do PIB para 1,3% (-0,5 p. p. em comparação com o projeto de outubro devido ao chumbo por parte do Senado da nova trajetória do défice acordada com a Comissão Europeia). O efeito positivo do ciclo económico reduziria o défice público em cerca de 0,5 p. p., com o qual os restantes 0,9 p. p. exigiriam medidas de ajustamento adicionais. O orçamento coloca a maior parte destas medidas no lado das receitas (criação do imposto sobre transações financeiras e do imposto digital, tributação mínima do imposto sobre as sociedades, etc.), embora o seu impacto final seja muito incerto e a sua implementação complicada. Assim, o ajustamento poderá ser inferior ao proposto, como já foi referido pelo Banco de Espanha e pela AIREF. Seja como for, é preciso considerar que as contas aguardam a sua negociação parlamentar e que a sua não aprovação implicaria também um menor ajustamento do défice.

## Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento homólogo (%)

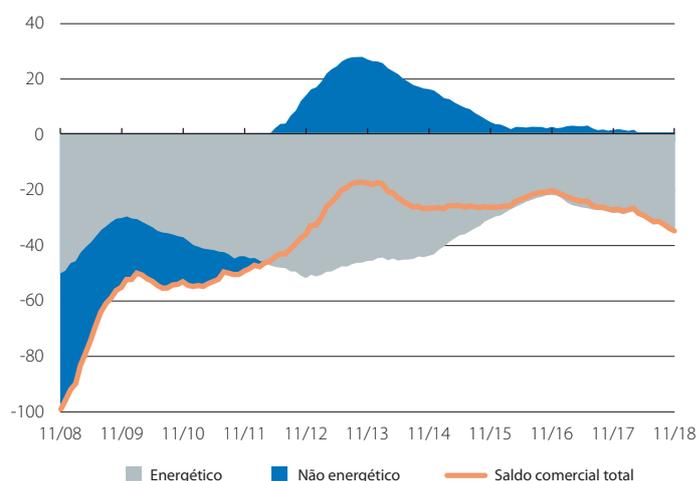


Nota: \* Variação homóloga.

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

## Espanha: saldo comercial

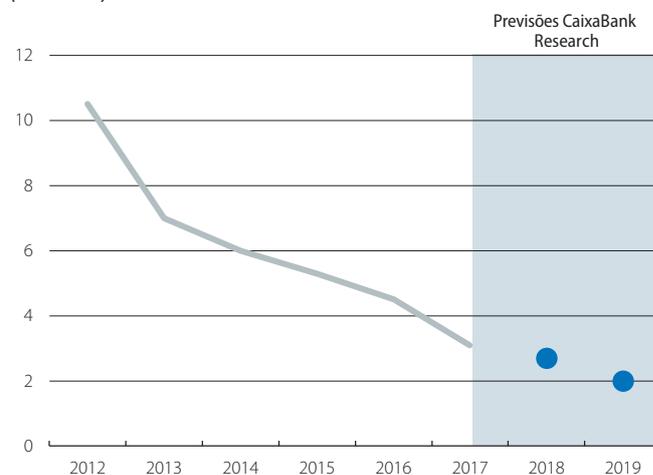
Acumulado de 12 meses (milhares de milhões de euros)



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

## Espanha: défice público

(% do PIB)



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

**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	4T 2018	11/18	12/18	01/19
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	0,4	...	-2,8	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	2,8	1,2	-2,6	-1,9	-0,8	-3,4	-4,0
PMI da indústria (valor)	52,9	54,8	55,3	53,7	52,4	51,8	52,6	51,1	52,4
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	28,1	25,8	...	24,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,8	15,6	13,1	...	10,6	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	2,7	3,8	3,2	...	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	8,2	5,3	1,5	0,9	0,7	1,1	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	54,0	54,0	54,0	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	3,8	0,9	1,8	0,1	-0,2	1,3	1,1	0,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	-7,6	-12,6	-3,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-3,4	-3,9	-3,0	-3,7	-6,2	-4,9	-7,2	-6,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	2,7	2,6	2,4	2,8	2,5	3,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	19,6	17,2	16,7	15,3	14,6	14,4	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	3,0	2,9	3,1	...
<b>PIB</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Preços**

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	4T 2018	11/18	12/18	01/19
Inflação geral	-0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	1,7	1,7	1,2	1,0
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	5,8	5,2	4,5	...	3,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	6,6	6,9	6,2	...	5,8	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>25,2</b>	<b>21,5</b>	<b>20,8</b>	<b>17,9</b>	<b>13,8</b>	<b>...</b>	<b>10,5</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	36,0	33,6	33,5	29,8	25,7	...	23,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,7	-12,1	-12,7	-12,0	-11,9	...	-12,7	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>27,8</b>	<b>24,2</b>	<b>23,8</b>	<b>21,2</b>	<b>17,3</b>	<b>...</b>	<b>14,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

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	4T 2018	11/18	12/18	01/19
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	2,5	3,0	3,4	3,7	3,3	4,0	...
À vista e poupança	16,0	17,6	12,3	11,0	10,3	10,0	9,9	9,7	...
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-23,1	-20,7	-18,7	-16,7	-17,2	-15,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	-14,2	-8,7	16,7	17,6	10,4	14,3	20,5	8,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,4</b>	<b>4,2</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-3,6	-2,2	-2,2	-2,8	-2,3	-2,3	-2,1	-2,8	...
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-4,4	-6,4	-5,6	-5,9	-5,4	-6,9	...
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,4	-2,0	-1,7	-1,4	-1,4	-1,4	...
Famílias - outros fins	2,0	3,7	4,9	5,0	5,5	4,6	4,6	4,0	...
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-12,5	-9,4	-8,9	-11,8	-11,2	-11,7	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3,4</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>9,1</b>	<b>7,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,0</b>	<b>6,1</b>	<b>...</b>

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

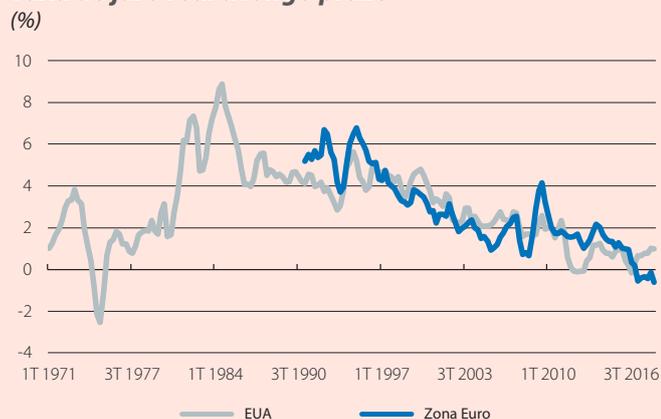
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhóis, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e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

## Taxas de juro baixas: até quando?

### Uma métrica para medir o posicionamento da política monetária: a taxa de juro natural

Os últimos 30 anos testemunharam um declínio sustentado das taxas de juro reais nas principais economias desenvolvidas (ver o primeiro gráfico).<sup>1</sup> Uma primeira leitura rápida pode levar-nos à conclusão de que esta queda poderia ser sinónimo de que as

#### Taxa de juro real a longo prazo \*



**Nota:** \* A taxa de juro real a longo prazo é definida como a taxa de juro das obrigações soberanas a 10 anos menos a inflação. Para o caso da Zona Euro foi aplicada uma média ponderada das taxas de juro soberanas dos Estados-membros.

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

condições nos mercados financeiros se tornaram mais flexíveis nas últimas décadas. No entanto, não tem que ser assim. Imaginemos o exemplo de uma economia que entra em crise e cujo banco central, reagindo à mesma, reduz as taxas de juro para zero. Suponhamos também, por uma questão de simplicidade, que neste país a taxa de inflação cai para zero durante a crise. Assim, nesta economia, a taxa de juro real é zero e, se nos guiarmos pelo primeiro gráfico, inferior à taxa de juro real que teria sido observada na média histórica. No entanto, poderia ser que a gravidade da recessão fosse tal que a resposta mais adequada do banco central para estabilizar as flutuações dos preços e da produção fosse provocar uma queda significativa na taxa de juro nominal para que a taxa de juro se situasse em terreno negativo. Se fosse este o caso, uma taxa de juro real igual a zero, por mais baixa que possa parecer, pode ser muito elevada e resultar em condições financeiras restritivas. Assim, precisamos de um ponto de referência que nos permita distinguir quando podemos falar sobre condições financeiras acomodáticas ou de condições restritivas. Este ponto de referência tam-

bém deveria ser um guia para entendermos como vão evoluir as taxas de juro ao longo do tempo. A taxa de juro natural segue este critério e dedicamos esta primeira secção do Dossier para descrever este conceito e a sua evolução ao longo das últimas décadas.

O conceito de taxa de juro natural tem as suas origens no economista sueco Knut Wicksell (1989), embora tenha sido reformulado e tenha regressado novamente ao centro das atenções.<sup>2</sup> Muito sucintamente, podemos entender a taxa de juro natural como aquela taxa de juro coerente com um crescimento da economia igual ao seu ritmo potencial e a uma inflação constante. Assim, a taxa de juro natural permite-nos avaliar se uma determinada taxa de juro real é acomodática ou restritiva. Se a taxa de juro real for superior à taxa de juro natural, o crescimento da economia estará abaixo do potencial e haverá uma pressão negativa sobre os preços, e viceversa. Da mesma forma, a taxa de juro natural oferece-nos um ponto em que se espera uma convergência das taxas de juro. Em suma, em vez de nos focarmos na evolução das taxas de juro nominais ou reais da economia, é mais importante obter uma ideia sobre a evolução da taxa de juro natural. Esta última dar-nos-á uma ideia mais precisa sobre se podemos esperar taxas de juro baixas durante muitos anos ou não, e se estas taxas de juro baixas vão resultar num contexto macroeconómico acomodático ou não.

Da mesma forma, a taxa de juro natural não é um número imutável e depende, por sua vez, de outras características estruturais da economia. Mais especificamente, todos aqueles fatores que possam afetar a oferta e a procura de poupanças deveriam ter um impacto sobre a taxa de juro natural. Assim, como poderemos ver mais à frente neste Dossier, as mudanças estruturais relacionadas, por exemplo, com os hábitos de poupança das famílias (impacto no lado da oferta), o crescimento da produtividade (impacto no lado da procura ao afetar o retorno sobre o investimento) ou as dinâmicas demográficas (impacto no lado da oferta) terão um impacto sobre a taxa de juro natural.

Infelizmente, tal como acontece em muitas das variáveis de interesse na economia, a taxa de juro natural não é diretamente observável nos dados. No entanto, os economistas desenvolveram modelos e técnicas estatísticas que permitem estimar esta variável, embora, obviamente, todas estas estimativas estejam sujeitas a um grau considerável de incerteza. O segundo gráfico mostra as estimativas efetuadas por Holston *et al.* (2016)<sup>3</sup> para os EUA, a Zona Euro e o Reino Unido, bem como a nossa própria estimativa para Espanha elaborada de acordo com a metodologia de Holston *et al.* (2016).

1. A taxa de juro real é definida como a taxa de juro nominal menos a taxa de inflação.

2. Ver, por exemplo, Woodford, M. (2003), «Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy», Princeton University Press: Princeton.

3. Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016-11.

Podemos tirar várias conclusões através do gráfico. Primeiro, a taxa de juro natural flutua ao longo do tempo. Além disso, apesar da estimativa da taxa de juro natural ter sido elaborada de forma independente para cada país ou zona, o gráfico mostra que a taxa de juro natural desloca-se de maneira semelhante entre estes países, sugerindo a existência de forças de natureza global que estão a ter um impacto sobre a mesma. Em segundo lugar, a taxa de juro natural manteve uma trajetória ligeiramente descendente entre 1980 e 2008 em todas as economias consideradas (não tão acentuada no caso do Reino Unido). Da mesma forma, com a crise financeira de 2008, a taxa de juro natural apresentou uma trajetória descendente em todas as economias, sendo que atualmente (com dados até ao 2T 2018) ainda não recuperou os níveis anteriores à crise. Qual é a razão para estas tendências? O modelo de Holston *et al.* (2016) permite decompor a trajetória da taxa de juro natural em duas componentes: o crescimento potencial da economia e uma variável residual que capta outros fatores tais como possíveis mudanças no grau de aversão ao risco dos investidores. De acordo com esta decomposição, a queda na taxa de juro natural deveu-se em grande parte à queda do crescimento potencial das economias, embora, no caso da Zona Euro e de Espanha, fatores de natureza conjuntural capturados na variável residual também expliquem uma proporção significativa da queda que ocorreu no início da recessão. Finalmente, o gráfico mostra que a queda da taxa de juro natural foi muito mais acentuada em Espanha do que no conjunto da Zona Euro. Sem dúvida, este comportamento misto pode refletir que a crise em Espanha foi mais severa do que noutros países europeus (a crise financeira e soberana conjugou-se com a crise imobiliária). No entanto, também pode sugerir a presença de fatores estruturais diferenciais que impediram a economia espanhola de se ajustar de uma forma menos severa à crise económica. Um exemplo de fator diferencial é o mercado de trabalho. Assim, um mercado de trabalho mais flexível que crie menores aumentos na taxa de desemprego em tempos de crise deve ajudar a reduzir o incentivo para as famílias aumentarem a poupança por razões de precaução, devendo resultar numa queda menos acentuada da taxa de juro natural.

### Taxa de juro natural



**Nota:** Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. (2016), «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants», Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2016-11.

**Fonte:** BPI Research, a partir de Holston, K. et al. (2016).

Munidos dos instrumentos teóricos necessários, podemos começar a avaliar a orientação da política monetária comum no horizonte considerado. No terceiro gráfico, mostramos a diferença entre a taxa de juro real e a natural. Um valor positivo do intervalo indica que a taxa de juro real se encontra acima da natural e que, portanto, a política monetária é restritiva e vice-versa.

Como podemos ver, antes da crise, a política monetária comum foi ligeiramente mais expansionista para Espanha do que para o conjunto da Zona Euro. No entanto, esta situação inverteu-se de forma muito acentuada durante a crise financeira e a posterior crise da dívida soberana, devido às medidas acomodatórias que o BCE implementou. Apesar de terem sido suficientes para que a política monetária fosse neutra para o conjunto da Zona Euro, foram insuficientes para contrabalançar a queda acentuada da taxa de juro natural em Espanha. Colocando o foco no período mais recente, as estimativas parecem indicar que atualmente a política monetária comum é praticamente neutra para Espanha e ligeiramente expansionista para toda a Zona Euro.

Convém destacar que, apesar destas estimativas estarem sujeitas a um elevado grau de incerteza,<sup>4</sup> os resultados aqui apresentados são qualitativamente semelhantes aos resultados obtidos por outros autores que utilizam outro tipo de metodologias. Por exemplo, Fries *et al.* (2016)<sup>5</sup> estimam a taxa de juro natural para a Alemanha, França, Itália e Espanha e também constatarem que a taxa de juro natural caiu nos últimos 20 anos e que a política monetária comum foi de expansão para Espanha durante o período anterior à crise, aproximadamente neutra para a Alemanha, França e Itália entre 2009 e 2013, e de contração para Espanha entre 2009 e 2013.

### O que está por trás do declínio da taxa de juro natural?

A lista de fatores é longa e permite classificá-los em três grupos: aqueles que tinham afetado negativamente o investimento, os que tinham incentivado a poupança e fatores cíclicos herdeiros da Grande Recessão, que explicariam a redução mais acentuada

4. Ver nota 3 no rodapé da página.

5. Ver Fries, S., Mésonnier, J. S., Mouabbi, S. e Renne, J. P. (2017), «National natural rates of interest and the single monetary policy in the Euro Area», Banque de France, Working Paper 611.

no período 2008-2010 que podemos observar no segundo gráfico. A pressão dos elementos cíclicos (como o elevado endividamento do setor privado, que restringe a capacidade de despesas e investimentos, ou a perda de otimismo em relação ao crescimento futuro, própria de ter sofrido uma intensa e longa recessão nos últimos anos) irá desaparecendo à medida que a fase de expansão se consolida. No entanto, a evidência sugere que outros fatores respondem às forças estruturais, tais como o potencial de crescimento a longo prazo e o envelhecimento da população, que vai possivelmente continuar a condicionar as taxas de juro (e, por conseguinte, o contexto financeiro em geral) nas próximas décadas. Vejamos como.

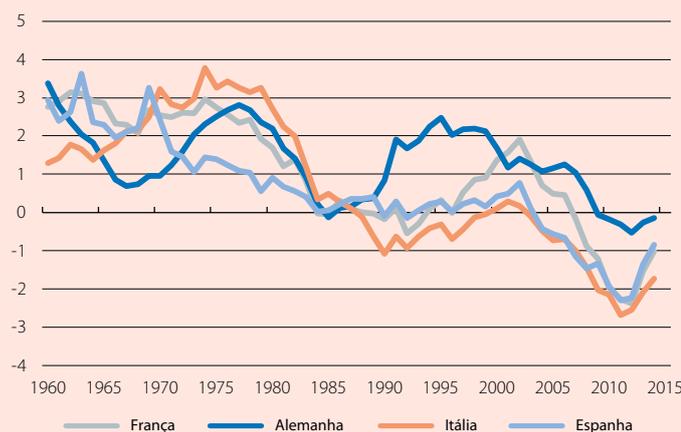
### Menor tendência para investir

Como foi referido anteriormente, os modelos que calculam a taxa de juro natural ligam intimamente a sua evolução à da produtividade. A razão é simples: o crescimento da produtividade é a fonte do crescimento económico a longo prazo e, portanto, determina até que ponto aparecem novas oportunidades de investimento. No entanto, como podemos observar no quarto gráfico, o crescimento da produtividade diminuiu sustentadamente nas últimas décadas, numa dinâmica que não só foi paralela às taxas de juro – tal como aconteceu com as mesmas – como também afetou de forma generalizada as principais economias internacionais.<sup>6</sup> Personalidades como o economista da Universidade de Northwestern, Robert Gordon, defendem que a perda de dinamismo da produtividade reflete tendências subjacentes.<sup>7</sup> Por um lado, o fim da difusão das duas primeiras revoluções industriais (a primeira, com a máquina a vapor e o caminho-de-ferro como expoentes máximos e, especialmente a segunda, com invenções como a eletricidade, o motor de combustão interna ou a água corrente que facilitou processos como a urbanização). Pelo outro, também demonstraria que a Terceira Revolução Industrial teria, segundo Gordon, um impacto económico menor.

A um menor dinamismo da produtividade, é preciso acrescentar que o surgimento das tecnologias da informação e da comunicação, com a informática e a Internet na liderança, reorientou a estrutura económica para indústrias mais intensivas em capital intangível e, de forma geral, com menores necessidades de investimento. De facto, os resultados de Farhi e Gourio (2018)<sup>8</sup> sugerem que, efetivamente, a mudança na estrutura económica também teria contribuído para o declínio da taxa de juro natural.

### Produtividade total dos fatores

Varição anual (%), média móvel de 10 anos



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Feenstra, R. C., Inklaar, R. e Timmer, M. P. (2015), «The Next Generation of the Penn World Table», *American Economic Review*, 105(10), 3150-3182.

6. Ver o Dossier «Mudança tecnológica e produtividade» na IM02/2018.

7. Ver Gordon, R. (2012), «Is US economic growth over? Faltering innovation confronts six headwinds», NBER Working Paper n.º 18315.

8. Ver Farhi, E. e Gourio, F. (2018), «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia» NBER Working Paper n.º 25282.

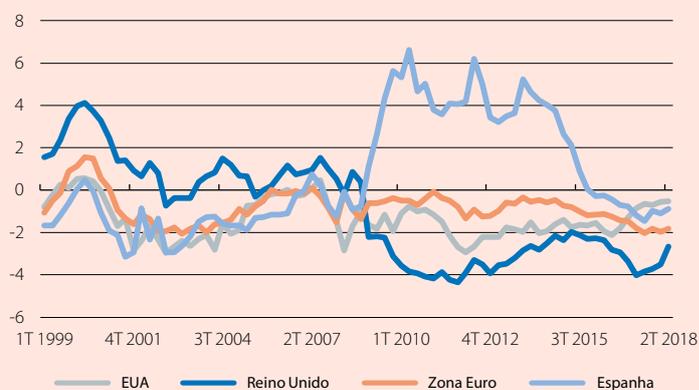
9. O artigo «O envelhecimento da população e o seu impacto macroeconómico», no Dossier da IM11/2018, analisa como o envelhecimento afeta diretamente o crescimento económico.

10. Eggertsson, G. et al. (2017), «A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation», NBER Working Paper n.º 23093.

11. Estimam que o aumento da dívida pública durante este período teria atenuado a pressão descendente sobre as taxas de juro.

### Intervalo entre a taxa de juro real e a natural \*

(%)



Nota: \* A taxa de juro real é calculada a partir da taxa de juro nominal das obrigações soberanas com prazos de 2 anos menos a inflação subjacente. Para a Zona Euro foi aplicada uma média ponderada das obrigações soberanas dos Estados-membros.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream e de Holston, K. et al. (2016).

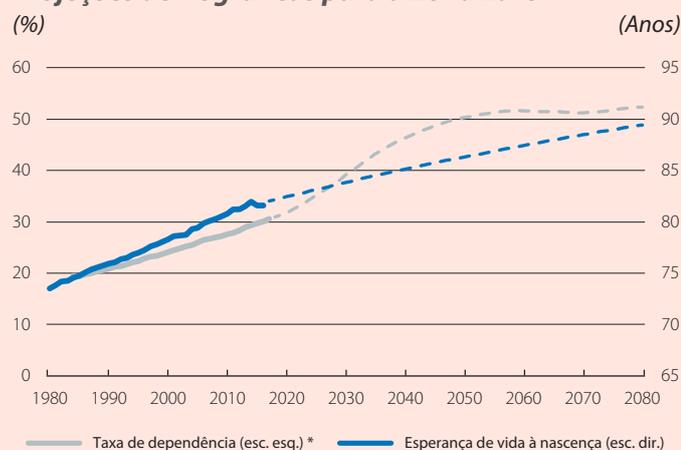
## Maior tendência para poupar

Como explicámos recentemente,<sup>12</sup> o envelhecimento da população tem consequências importantes na poupança e é uma dinâmica fundamental para entender a evolução das taxas de juro a médio e longo prazo. Esta força é exercida através de três canais. Em primeiro lugar, o aumento da esperança de vida estimula uma maior poupança durante a idade ativa visando uma reforma mais longa. Em segundo lugar, a redução da taxa de natalidade reduz a oferta de mão-de-obra e, portanto, aumenta a abundância relativa do capital no processo produtivo, pressionando negativamente o seu retorno. Finalmente, o aumento da população reformada repercute num efeito ambíguo sobre a poupança: por um lado, este grupo tem taxas de poupança mais baixas, uma vez que «gastam» boa parte do acumulado durante a sua vida ativa (o denominado «efeito de fluxo») e, por outro lado, possui um maior volume de poupança acumulada ao longo da vida ativa (o «efeito de *stock*»). Praticamente todos os estudos documentam que o envelhecimento teve um impacto negativo nas taxas de juro nas últimas décadas. Além disso, muitas estimativas (como a de Carvalho *et al.*, 2017<sup>13</sup> ou Gagnon *et al.*, 2016<sup>14</sup>) sugerem que tem sido a principal força causante do declínio da taxa de juro natural. No entanto, não existe consenso sobre qual é o seu mecanismo dominante: alguns, como Carvalho *et al.* (2017), dão maior destaque ao papel de uma maior esperança de vida, enquanto outros, como Gagnon *et al.* (2016), salientam o papel da menor natalidade e o consequente aumento do rácio de capital por trabalhador. Olhando para o futuro, o envelhecimento é um processo que, como mostra o quinto gráfico, terá continuidade e, neste sentido, a maioria dos estudos conclui que vai continuar a pressionar negativamente as taxas de juro. No entanto, como Goodhart e Pradhan (2017),<sup>15</sup> argumentam, este não tem necessariamente que ser o caso: face à grande incerteza que sempre envolve as previsões, não é de descartar que, no futuro, o «efeito de fluxo» seja maior do que o «efeito de *stock*» ou que as famílias não sejam suficientemente perspicazes para anteciparem que, face a uma esperança de vida mais longa, devem poupar mais durante as suas vidas profissionais.

A poupança também foi afetada por outra força importante: a preferência por ativos seguros. De facto, o declínio das taxas de juro não é observado com a mesma intensidade em todos os ativos, mas sim, tal como refere Del Negro *et al.* (2017),<sup>16</sup> é mais pronunciado naqueles que, como é o caso da dívida soberana norte-americana, são considerados relativamente mais seguros,

e não tanto noutros que apresentam maior risco, como são o caso da dívida das empresas com uma nota de crédito baixa. A observação desta diferença crescente entre os retornos de ativos com menor e maior risco sugere que, desde o final da década de 1990 (coincidindo com as crises asiáticas), houve um aumento da aversão ao risco (que se acentuou com a Grande Recessão) e a procura por ativos relativamente seguros (acentuada, por sua vez, pelo crescimento significativo da China e o consequente aumento da poupança global). Neste sentido, Del Negro *et al.* (2017) estimam que a parte da taxa de juro associada à dívida pública norte-americana é explicada pelo seu risco de incumprimento (um prémio de segurança) e pela sua liquidez (um prémio que captura o valor de possuir um ativo para o qual existem muitos compradores e vendedores). Neste contexto, um aumento do prémio de risco ou de liquidez implica que os investidores valorizam mais a segurança e a liquidez de um ativo e que, desta forma, estão dispostos a aceitar que o ativo ofereça um retorno menor. Ora, os autores documentam

### Projeções demográficas para a Zona Euro



**Nota:** \* Proporção da população com mais de 65 anos em relação à que se encontra em idade ativa, entre os 16 e os 64 anos.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do Banco Mundial.

que, paralelamente ao declínio da taxa de juro natural, houve um aumento em ambos os prémios. Ou seja, enquanto a taxa de juro natural está associada a um ativo seguro e líquido (especificamente, as reservas do banco central), estas dinâmicas sugerem que parte do declínio secular da taxa de juro resulta do aumento da aversão ao risco e à preferência por ativos relativamente seguros.

12. Ver o artigo «O ciclo demográfico da poupança e as taxas de juro» no Dossier da IM11/2018.

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

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

15. Goodhart, C. e Pradhan, M. (2017), «Demographics will reverse three multi-decade global trends», BIS Working Papers n.º 656.

16. Del Negro, M. *et al.* (2017), «Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest», Staff Report n.º 812, Reserva Federal de Nova Iorque.

## Perguntas

Antes de concluir, mais um elemento que deve ser adicionado a todas as forças referidas anteriormente. Dado que a taxa de juro natural não é observável e deve ser estimada a partir de modelos económicos, a estimativa depende das variáveis incluídas no modelo e que relações são assumidas entre as mesmas. Se forem omitidas variáveis importantes ou se as relações «neokeynesianas» entre as taxas de juro, a atividade e a taxa de inflação que são tipicamente utilizadas forem incorretas, poder-se-ia até chegar a questionar o declínio da própria taxa de juro natural. Por exemplo, nos anos anteriores à Grande Recessão, o dinamismo da atividade poderia dever-se a uma forte expansão do crédito (e não necessariamente à diferença entre a taxa de juro natural e a taxa de juro da política monetária). No entanto, quando Juselius *et al.* (2016)<sup>17</sup> incorporam uma variável que capta o ciclo financeiro e volta a estimar a taxa de juro natural, ainda observam um declínio sustentado na taxa de juro, embora com uma dimensão ligeiramente menor.

## E a partir de agora?

Como vimos, existe um vasto leque de fatores por trás da taxa de juro natural. O mais importante, a demografia, segue dinâmicas relativamente predeterminadas e que, dependendo do volume dos estudos, vai continuar a pesar nas taxas de juro durante as próximas décadas. Assim, para além das subidas e descidas das taxas de juro dos bancos centrais derivadas de razões cíclicas, é provável que a política monetária e o clima financeiro no futuro sejam condicionados por um contexto de taxas de juro relativamente baixas. No entanto, existem muitos outros fatores cuja evolução é difícil de prever. Entre eles estão o ciclo financeiro, os obstáculos cíclicos ou a aversão ao risco. Contudo, o fator-chave para reverter as pressões do envelhecimento é o futuro da produtividade, embora a tarefa não seja fácil: deveria experimentar um forte impulso. Eggertsson *et al.* (2017) calculam que, nos EUA, seriam necessários crescimentos sustentados em torno dos 2,5%, um valor claramente superior à média de 0,5% de 2014-2017 ou de 1,3% em 1992-2007 para contrabalançar os ventos demográficos contrários e aumentar a taxa de juro natural para níveis em que o limiar de 0% deixe de ser uma preocupação para os bancos centrais.

17. Juselius, M. *et al.* (2016), «Monetary policy, the financial cycle and ultra-low interest rates», BIS Working Papers nº 569.

## Consequências de um novo contexto das condições financeiras: entramos num terreno por explorar

### A política monetária numa encruzilhada

Como foi possível observar no primeiro artigo deste Dossier, tudo indica que as taxas de juro vão permanecer em níveis relativamente baixos nos próximos anos. Neste contexto, é de prever que os bancos centrais percam margem de ação se continuarem a operar com ferramentas tradicionais. De facto, vários estudos (ver o primeiro gráfico) mostram como as taxas de juro mais baixas farão com que as autoridades monetárias atinjam o limite inferior de 0%<sup>1</sup> com muito mais frequência. Por exemplo, dois macroeconomistas do Sistema da Reserva Federal, Michael Kiley e John Roberts, estimam que com uma taxa de juro nominal de 3% a longo prazo (uma dimensão muito razoável com uma meta de inflação de 2% e uma taxa de juro natural em torno dos 1%), durante 40% do tempo as taxas de juro nominais nos EUA deveriam situar-se nos 0%.<sup>2</sup> Como deveria a política monetária enfrentar este desafio inigualável e quais são as consequências para o cenário macroeconómico?

Como disse o lendário jogador de basebol Yogi Berra: «É difícil fazer previsões... especialmente sobre o futuro». No entanto, podemos começar a anotar o que se deve e o que não se deve fazer. Assim, vários estudos mostram que seguir regras monetárias simples, como a famosa regra de Taylor não é viável num contexto de taxas de juro naturais e inflação baixas, dado que esta regra muitas vezes aconselharia a fixação de taxas de juro claramente abaixo dos 0%. Em particular, Kiley e Roberts estimam que com uma taxa de juro nominal de 3% a longo prazo, se se seguisse uma regra de Taylor que excluísse a possibilidade de estabelecer taxas de juro negativas, o PIB estaria, em média, ao longo do tempo claramente abaixo do potencial (*output gap* entre -1,1% e -2,3%) e a taxa de inflação estaria abaixo da meta dos 2% (entre 0,1% e 1,2%). Por outras palavras, a política monetária deve encontrar formas de evitar que este contexto macrofinanceiro cause desvios muito significativos da taxa de inflação e do PIB em relação aos objetivos.

Quais são as cartas que os bancos centrais podem jogar? Foram consideradas duas grandes vias de ação. Uma opção é manter a taxa de juro como ferramenta principal e redefinir o objetivo do banco central. A alternativa é manter a meta (tipicamente, uma inflação em torno dos 2% a médio prazo) e incorporar novos instrumentos de política monetária, que tem sido o caminho seguido após a crise financeira de 2008.

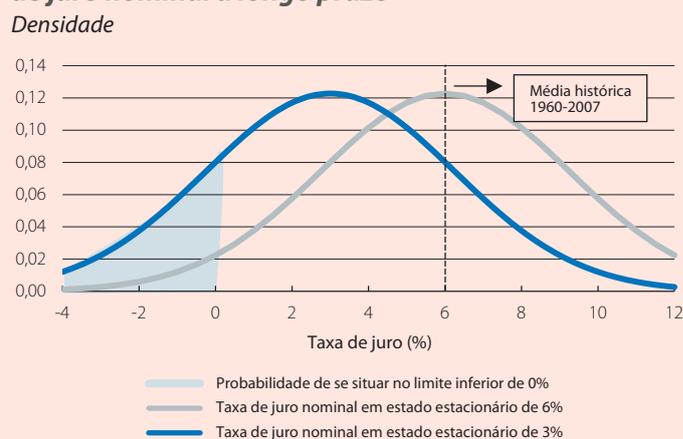
Se a taxa de juro de referência se mantiver como a ferramenta principal, o banco central pode ganhar margem se aumentar as suas metas de inflação. Assim, o aumento da inflação permitiria alcançar taxas de juro reais negativas e colocaria a taxa de juro nominal acima de zero. Nesta linha, destacam-se três opções: estabelecer uma meta de inflação mais elevada, definir um objetivo para o nível dos preços ou estabelecer um objetivo em termos do nível do PIB nominal. Cada uma destas três opções apresenta vantagens diferentes,<sup>3</sup> mas nenhuma delas é plenamente convincente na capacidade de atingir a meta estabelecida, com a correspondente possível perda de credibilidade do banco central. Bom exemplo disso é o caso do Japão, onde o seu banco central tem vindo há anos, sem sucesso, a tentar afastar a sua economia do risco de deflação, mas fracassa porque as expectativas de inflação ajustam-se de forma lenta e incompleta às novas metas estabelecidas.

1. Este limite inferior é imposto pela existência da alternativa de retirar os depósitos e armazenar os recursos em dinheiro em numerário, obtendo uma taxa de juro igual a 0% (ou ligeiramente negativa, se os custos de armazenamento forem considerados).

2. Ver Kiley, M., e Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

3. Para uma análise mais detalhada, ver o Focus «A luta pela política monetária do futuro» na IM10/2017.

### EUA: Distribuição da probabilidade da taxa de juro nominal a longo prazo

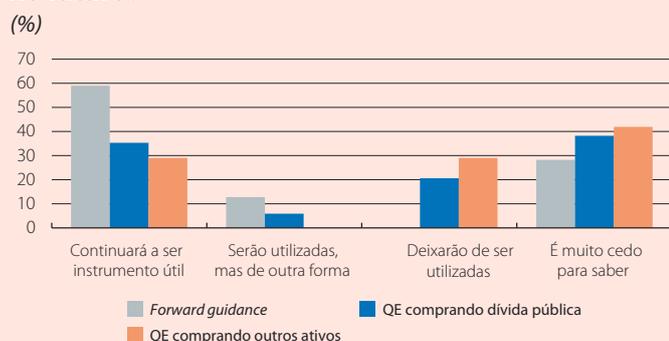


**Nota:** Uma taxa de juro de 3% é coerente com uma meta de inflação a médio prazo de 2% e com uma taxa de juro natural de cerca de 1%. Utilizamos uma distribuição normal com um desvio padrão de 3,25% para ambas as distribuições (média histórica entre 1960 e 2007).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados de Kiley, M. e Roberts, J. (2017), «Monetary Policy in a Low Interest Rate World», Brookings Papers.

Uma estrutura alternativa seria manter os objetivos atuais e incorporar medidas não convencionais (especialmente comunicação e políticas de balanço, como são as compras de ativos) ao conjunto de ferramentas habitualmente usadas pelos bancos centrais para complementar a política monetária tradicional. Estas medidas podem justificar-se em contextos com taxas de juro muito baixas, nos quais o mecanismo de transmissão da política monetária foi prejudicado. Uma vantagem desta opção é que as medidas podem ser calibradas com maior precisão para as necessidades do momento.

### Inquérito aos bancos centrais: as ferramentas não convencionais vão continuar a ser utilizadas no futuro?



**Nota:** Inquérito realizado em 2016 aos governadores dos principais 95 bancos centrais do mundo, com uma taxa de resposta de 58% que inclui 16 governadores de bancos centrais de economias avançadas.

**Fonte:** BPI Research a partir dos dados de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. e Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central da Holanda.

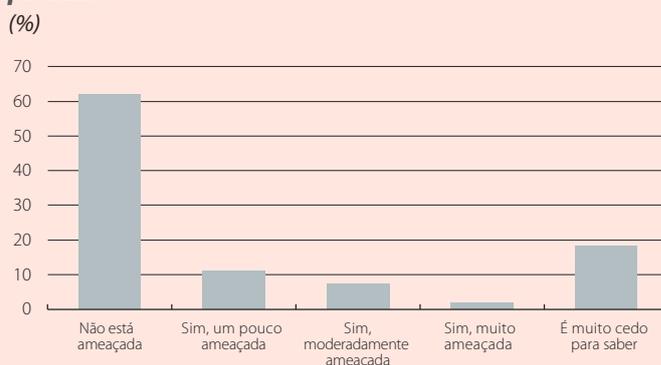
mes de obrigações públicas e privadas. É um mecanismo direto e credível de que as taxas de juro manter-se-ão baixas durante um longo período (é credível porque se aumentassem, o banco central incorreria em perdas de capital significativas sobre os ativos adquiridos), possibilitando a redução das taxas de juro a longo prazo, subir os preços dos ativos e melhorar as condições financeiras dos agentes. Em última análise, este mecanismo destina-se a apoiar a procura agregada. Esta política também tem os seus limites. Por um lado, é essencial que esteja bem sincronizada com a política tradicional de fixação de taxas de juro e que haja uma comunicação completa sobre a sua cadência para ser credível (caso contrário, podem ocorrer episódios de turbulência financeira, como o *taper tantrum* de 2013). Por outro lado, existem limites para a quantidade e o tipo de dívida que os bancos centrais podem comprar.

É interessante verificar que já temos algumas indicações de que as ferramentas não convencionais estão aqui para ficar. Especificamente, em 2016<sup>4</sup> uma equipa de economistas realizou um inquérito aos presidentes de 95 bancos centrais (a taxa de participação foi de 58%), aos quais era perguntado se acreditavam que as ferramentas não convencionais de política monetária iam continuar a ser utilizadas no futuro. Neste sentido, 72% dos inquiridos que responderam consideraram que a *forward guidance* vai continuar a ser um instrumento relevante para a política monetária do futuro. Quanto aos programas de compra de ativos (*quantitative easing*), o entusiasmo foi menor: 41,2% dos inquiridos consideraram que as compras de dívida pública por parte dos bancos centrais vão continuar a ser utilizadas como instrumentos de política monetária no futuro, e 29% acreditavam que os programas de compra de outros ativos vão continuar a ser válidos no futuro.

A começar pela comunicação, em contextos com pouca margem para descer as taxas de juro, as autoridades monetárias podem dar orientações futuras sobre a orientação da política monetária para tentar convencer os agentes de que vão manter as taxas de juro em níveis baixos no futuro (a denominada *forward guidance*). Se este anúncio for credível, permitirá continuar a reduzir as taxas de juro de prazos mais longos e aumentar os preços dos ativos hoje, estimulando a economia. Esta política tem os seus limites: nem sempre é fácil conseguir que os anúncios sejam credíveis, e isto é especialmente complicado em situações propensas a criar dilemas de inconsistência temporária, ou seja, situações em que o ideal seria evitar o compromisso quando chega a hora de o executar.

Os programas de compra de ativos, também denominados *quantitative easing* (QE), constituem uma expansão do balanço dos bancos centrais através da aquisição de grandes volu-

### Inquérito aos bancos centrais: a independência do banco central está sob ameaça num futuro próximo?



**Nota:** Inquérito realizado em 2016 aos governadores dos principais 95 bancos centrais do mundo, com uma taxa de resposta de 58% que inclui 16 governadores de bancos centrais de economias avançadas.

**Fonte:** BPI Research a partir dos dados de Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. e Jansen, D. (2016), «Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis», Banco Central da Holanda.

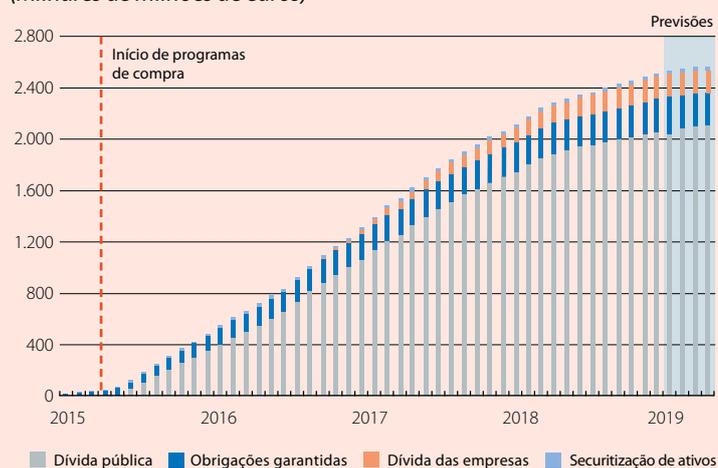
4. Blinder, A., Ehrmann, M., de Haan, J. e Jansen, D. (2016), «Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis», Banco Central da Holanda.

Finalmente, devemos destacar brevemente três grandes desafios da política monetária do futuro, se se optar por utilizar ferramentas não convencionais. Em primeiro lugar, os bancos centrais terão que sustentar a sua independência face às crescentes pressões políticas para condicionar a política monetária que se gera quando o banco central acumula dívida pública no seu balanço. Convém não esquecer que o desempenho da política monetária é uma tarefa árdua que requer um julgamento técnico e não deveria ceder à tentação de ser subordinada a projetos políticos.

Em segundo lugar, a política monetária deve refletir se deve rever os seus objetivos e incluir a estabilidade financeira nos mesmos. Este debate ganhará peso, uma vez que uma maior utilização de políticas monetárias não convencionais pode aumentar o risco de instabilidade financeira. Por um lado, porque a utilização destas ferramentas para atingir os objetivos a longo prazo do banco central pode levar a um aumento das flutuações financeiras a curto prazo, como foi o caso de alguns anúncios sobre a compra de ativos efetuados pela Fed.<sup>5</sup> Convém não esquecer que as autoridades monetárias estão menos habituadas a utilizar estas ferramentas, o que complica uma modulação ideal das mesmas. Por outro lado, porque, como explica a economista Lucrezia Reichlin, o nivelamento da curva de taxas de juro derivado de ferramentas não convencionais, devido à redução das taxas de juro a longo prazo, pode colocar em apuros as instituições financeiras com pouca flexibilidade nos seus balanços.<sup>6</sup> Exemplo disso são as instituições que possuem passivos com benefícios predeterminados, como companhias de seguros de vida e os planos de pensões com uma prestação definida.

### Compras líquidas de ativos acumuladas do BCE

(Milhares de milhões de euros)



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

E, em terceiro lugar, os bancos centrais e as principais instituições financeiras de supervisão nacional e supranacional terão que trabalhar de mãos dadas para melhorarem os seus mecanismos de coordenação internacional num mundo mais globalizado, bem como delinear o seu grau de integração com as ferramentas macroprudenciais. Isto não nos deveria surpreender: os programas de compra de ativos amplificam os efeitos externos da política monetária, como já pudemos observar na atual conjuntura. Com efeito, estes programas criaram uma liquidez abundante nas economias avançadas que, face a um contexto de taxas de juro baixas, deslocou-se para as economias vizinhas. Isto deixa os bancos centrais das economias recetoras numa situação desconfortável, dado que as entradas de capital resultantes fazem aumentar o valor das suas moedas e criam pressões deflacionistas. Isto é especialmente acentuado nas pequenas economias abertas: Dinamarca, Suécia e Suíça são exemplos evidentes de países

afetados pelo QE do BCE. Se quiserem evitar uma apreciação acentuada das suas moedas e controlar as entradas de capital, as economias recetoras são forçadas a adotar políticas monetárias mais acomodáticas do que as suas condições económicas internas aconselham, o que também pode alimentar a instabilidade financeira.<sup>7</sup>

Em suma, a política monetária deve decidir o que quer para o futuro e isto implicará um repensar completo dos objetivos e dos instrumentos.

### O impacto das taxas de juro baixas no setor bancário

As consequências de um contexto de taxas de juro baixas como prevemos para os próximos anos serão importantes para o setor bancário. É preciso levar em consideração que este contexto pressiona negativamente a rentabilidade do setor.<sup>8</sup> A razão é que as taxas de juro baixas afetam a margem financeira, ou seja, a diferença entre o que o banco ganha pelos créditos, empréstimos e hipotecas e o que paga pelos depósitos, dado que, no caso destes últimos, as instituições financeiras dificilmente podem reduzir as taxas de juro abaixo de 0%. Assim, quando as taxas de juro são muito baixas, uma diminuição das mesmas transmite-se em

5. Ver Berganza, J. C., Hernando, I. e Vallés, J. (2014), «Los desafíos para la política monetaria en las economías avanzadas tras la Gran Recesión», Documentos Ocasionais n.º 1404, Banco de Espanha.

6. Ver Pill, H. e Reichlin, L. (2016), «Non-Standard Monetary Policy and Financial Stability», Working Paper London Business School.

7. Ver o artigo «Política monetária: da independência à interdependência» no Dossier da IM09/16.

8. Ver Hernández de Cos, P. (2018), «¿Reinventar la banca o mejorar su gestión?», Abertura do 14º Encontro do Sector Bancário IESE, Banco de Espanha.

maior medida para o que o banco cobra pelos seus ativos do que para o que deve pagar pelos seus passivos (nos quais se incluem os depósitos). Esta intuição tem sido amplamente apoiada pela literatura económica, que documentou empiricamente que, em contextos com taxas de juro baixas, os bancos obtêm, em média, uma margem financeira menor do que em contextos com taxas de juro altas.<sup>9</sup>

Neste sentido, um artigo publicado pelo BCE<sup>10</sup> ajuda-nos a avançar números sobre o efeito de um contexto prolongado de taxas de juro baixas sobre a rentabilidade bancária na Europa: o impacto é negativo e estatisticamente significativo. Especificamente, se as taxas de juro permanecerem em níveis semelhantes aos atuais durante mais três anos, um cenário longe de se desprezar, colocaria uma pressão negativa sobre a rentabilidade medida pelo ROA<sup>11</sup> – *return on assets* – de aproximadamente 0,06 p. p. (o ROA médio de 2018 para o conjunto da UE situava-se em 0,5%). Além disso, se o contexto de taxas de juro baixas se prolongar até 2022, o impacto líquido sobre a rentabilidade (ou seja, considerando o efeito positivo das taxas de juro baixas na atividade económica) desde 2012 até 2022 seria de –0,1 p. p.

Neste contexto, é de esperar que o setor continue a colocar mais ênfase naquelas atividades com maior rentabilidade, como é o caso do crédito às empresas ou ao consumo, pelo lado do ativo, ou na gestão de ativos como fundos de investimento, planos de pensões e seguros de poupança, que resultariam em receitas de comissões. Da mesma forma, é de prever que este contexto de taxas de juro baixas continue a servir de incentivo para promover uma maior concentração no setor. Este processo poderia ter um alcance mais extenso que transcendesse o âmbito estritamente nacional com uma regulamentação europeia mais flexível e integrada que proporcionasse facilidades para a criação de verdadeiros bancos pan-europeus. Neste sentido, concretizar a união bancária seria um passo gigantesco.

### Dívida pública e taxas de juro baixas: Cuidado com a miopia!

Finalmente, cabe agora analisar qual é o impacto que umas taxas de juro baixas durante um longo período de tempo têm na sustentabilidade da dívida pública. Esta é uma questão fundamental na conjuntura atual devido aos elevados níveis da dívida pública da maior parte dos países desenvolvidos.

A evolução da dívida pública depende de três variáveis fundamentais: a taxa de juro que financia o Tesouro de cada país, o défice público primário e, obviamente, a velocidade com a qual a economia cresce em termos nominais.

A forma pela qual cada uma destas variáveis afeta a dívida pública é intuitiva: quanto menor for a taxa de juro que financia o Tesouro e quanto menor for o défice primário, maior será a redução da dívida pública (ou aumenta menos); e quanto maior for o crescimento da economia, menor é o rácio da dívida pública sobre o PIB. Intuitivamente, se o défice primário for igual a zero, a dívida pública (em termos percentuais do PIB) aumentará quando o custo da dívida exceder o crescimento nominal da economia e vice-versa.<sup>12</sup>

Atualmente, o custo da dívida reduziu significativamente graças, em grande medida, à política monetária expansionista efetuada pelos principais bancos centrais. Isto permitiu que muitos países desenvolvidos estabilizassem a sua dívida pública, apesar de continuarem a registar défices públicos primários.

No entanto, existem vários fatores que, a médio prazo, podem aumentar novamente o custo da dívida. Por um lado, as economias avançadas já estão numa fase mais madura do ciclo económico, por isso podemos esperar uma contenção do ritmo de crescimento nos próximos anos. Por outro lado, embora esperemos que a taxa de juro natural continue em níveis baixos, a taxa de juro à qual o Tesouro Nacional se financia poderia recuperar, não por razões fundamentais, mas por prémios de risco. Neste sentido, os investidores já mostraram uma elevada sensibilidade ao aumento da dívida pública, de forma que os prémios de risco poderiam aumentar novamente se a perceção de risco dos investidores piorar. É mais provável que isto ocorra em contextos como o atual, caracterizados por altas necessidades de financiamento.

9. Ver Claessens, S. et al. (2017), «Low-For-Long Interest Rates and Banks», CEPR Discussion Paper 11842.

10. Ver Altavilla, C., Bouchinha, M. e Peydró, J.L. (2017), «Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment», Documento de Trabalho BCE 2105.

11. O ROA é um indicador que mede a rentabilidade do total de ativos da empresa. É calculado como o quociente entre os resultados e o ativo total. Expressa a rentabilidade económica da empresa, independentemente da forma como o ativo é financiado (com recursos próprios ou recursos de terceiros).

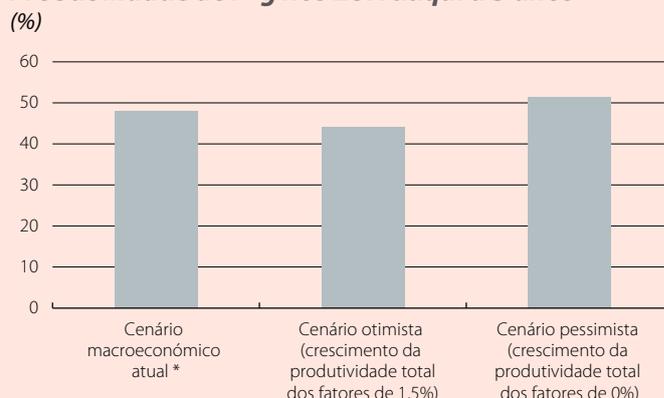
12. Formalmente,  $\Delta B = (r - g) * B + d$ , onde  $B$  é a dívida pública como percentagem do PIB,  $d$  é o défice primário (ou seja, excluindo o pagamento de juros também como percentagem do PIB),  $r$  é a taxa de juro do Tesouro e  $g$  é o crescimento da economia (tanto em termos reais como em termos nominais).

Em última análise, o espaço criado por taxas de juro baixas não foi aproveitado para atingir superávits primários (pelo contrário, mantiveram-se défices primários relativamente altos), adiando assim o ajustamento necessário da dívida pública. Desta forma, uma coisa é certa: quando a próxima recessão chegar, o espaço para aplicar políticas fiscais contracíclicas será muito menor.

De facto, um estudo quantitativo bastante pormenorizado da Reserva Federal de Minneapolis<sup>13</sup> estima que, num período de cinco anos, a probabilidade de que nos EUA a taxa de juro à qual o Tesouro norte-americano se financia se situe novamente acima da taxa de crescimento da economia é de quase 50% (e para 17 economias avançadas que incluem os principais países da Zona Euro é de 30% em 5 anos e de 38% em 10 anos), uma dimensão bem maior do que muitos poderiam pensar. É importante salientar que, se esta situação se concretizar, não implicaria necessariamente que a dívida pública entre numa dinâmica explosiva. Para a evitar, os superávits primários devem ser mantidos sustentavelmente ao longo do tempo.

Estas considerações fazem ainda mais sentido se analisarmos a fatura a pagar. Estima-se, por exemplo, que no caso de retorno a um cenário com taxas de juro superiores ao crescimento, a fatura por juros como percentagem do PIB para o governo dos EUA aumentaria entre 1,8 e 3,5 p. p. devido aos atuais níveis de endividamento. Assim, é óbvio que a complacência é um risco. E esta é uma situação que devemos ter em conta ao analisar as perspetivas para a dívida pública a médio prazo.

### Probabilidade de $r > g$ nos EUA daqui a 5 anos



**Nota:** \* O cenário atual contempla um crescimento do PIB para os próximos 5 anos de 1,4% obtido a partir de um crescimento populacional de 0,7% e de um crescimento total da produtividade dos fatores de 0,7%. As probabilidades são calculadas a partir de um modelo probit que prevê o valor nos EUA de  $r-g$  ( $r$  é a taxa de juro real a longo prazo e  $g$  o crescimento real da economia) em  $t+1$  a partir do valor em  $t$  de  $r-g$ , a dívida pública e o crescimento do PIB real per capita e da população com uma amostra que começa em 1870.

**Fonte:** BPI Research a partir dos dados de Mehrotra, N. (2018), «Debt sustainability in a low interest rate world», Documento de Trabalho n.º 32, Hutchins Center.

13. Ver Mehrotra, N. R. (2017), «Debt Sustainability in a Low Interest Rate World», Documento de Trabalho n.º 32, Hutchins Center.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://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.cegegglobal.com](http://www.cegegglobal.com)

