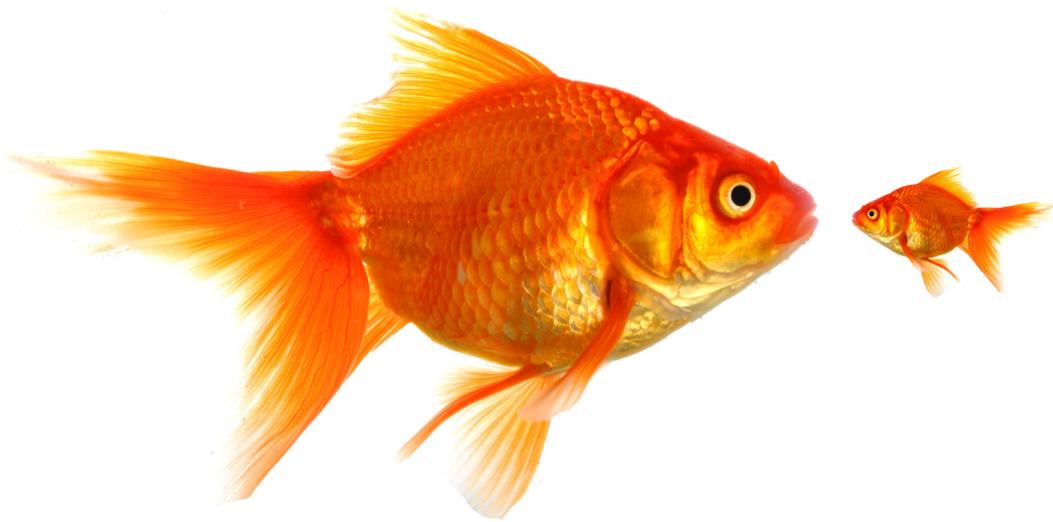


IIM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2019



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Porque é que diferem as taxas de juro de ativos semelhantes?

ECONOMIA INTERNACIONAL
China, perante um ano difícil: crescem os riscos, mas com uma margem inferior à de 2015

ECONOMIA PORTUGUESA
Portugal: agricultura, um setor ainda dual mas promissor

ECONOMIA ESPANHOLA
O que esconde a contratação

DOSSIER: SUPER EMPRESAS: UM FENÓMENO GLOBAL

Um mundo de gigantes

Super estrelas, concorrência e consequências

Navegar num oceano de grandes empresas, ou a arte de regular um mundo em plena mudança disruptiva

INFORMAÇÃO MENSAL

Março 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/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Macroeconomia e Mercados Financeiros

Data de fecho desta edição:
28 de fevereiro de 2019

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 RESUMO EXECUTIVO

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Porque é que diferem as taxas de juro de ativos semelhantes?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *China, perante um ano difícil: crescem os riscos, mas com uma margem inferior à de 2015*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Portugal: agricultura, um setor ainda dual mas promissor*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *O que esconde a contratação*

29 DOSSIER: SUPER EMPRESAS: UM FENÓMENO GLOBAL

29 *Um mundo de gigantes*

31 *Super estrelas, concorrência e consequências*

34 *Navegar num oceano de grandes empresas, ou a arte de regular um mundo em plena mudança disruptiva*

Empresas super estrela

No início dos anos oitenta, Sherwin Rosen, economista da Universidade de Chicago, publicou um famoso artigo intitulado «A economia das super estrelas». No mesmo explorava as razões pelas quais algumas pessoas no mundo da arte ou do desporto eram capazes de, cada vez mais, ganhar quantias astronómicas e concentrar uma parte muito significativa dos seus rendimentos da sua profissão. Porque é que os rendimentos de Pavarotti – um tenor excepcional – eram centenas de vezes superiores aos de uma boa cantora de ópera?

Uma parte da resposta era relativamente intuitiva: os grandes talentos oferecem algo único, um produto diferenciado que não tem substitutos perfeitos e pelo qual estamos dispostos a pagar um valor considerável. No entanto, também existe uma razão ainda mais importante relacionada com a tecnologia: na economia das super estrelas, os custos de produção apenas aumentam com o tamanho do mercado – para Pavarotti, cantar para 1.000 ou 100.000 pessoas representava o mesmo esforço, sendo que o custo para reproduzir a sua música em alta fidelidade, e desta forma atingir uma audiência de milhões de pessoas, custava perto de zero. Rosen terminava o seu artigo com uma pergunta premonitória: «Até onde levará o fenómeno das super estrelas a utilização da televisão por cabo, do vídeo e dos computadores pessoais?». Como foi possível observar, muito longe.

Nos dias de hoje, além de continuar a contar com talentos super estrela a nível individual, a globalização e a digitalização facilitaram a formação de empresas super estrela. São empresas de âmbito global que aproveitaram a queda das barreiras comerciais entre os países, a liberalização dos setores e o desmantelamento de antigos monopólios públicos, ou que lideraram a era da transformação digital com novos modelos de negócio. Por exemplo, plataformas digitais como a Amazon ou a Google.

As plataformas digitais criam valor facilitando a interação direta entre dois ou mais grupos. Por exemplo, a Amazon faz isso entre comerciantes e compradores. Estas plataformas caracterizam-se por possuir economias de escala (o facto de adicionar um utilizador não tem praticamente qualquer custo) e, de forma especial, pelos denominados efeitos de rede cruzados: o valor para os clientes de uma das partes da plataforma aumenta com o número de clientes que participa na outra parte. Tanto as economias de escala como os efeitos de rede podem criar barreiras de entrada elevadas e, conseqüentemente, um mercado onde o «vencedor fica com tudo» (*winner-take-all*).

As empresas super estrela podem contar, às vezes, com uma posição de domínio nos seus respetivos mercados. Logicamente, esta situação pode criar desconfiança e até mesmo rejeição de algumas partes da sociedade (sobretudo dos concorrentes). Contudo, convém não esquecer que a possibilidade de dominar um mercado como resultado do sucesso de uma empresa é um incentivo poderoso à inovação e um dos motores de crescimento da produtividade nas nossas economias. O que não se deve permitir é o abuso de posição dominante, que é precisamente aquilo que as autoridades da concorrência perseguem.

Infelizmente, identificar e comprovar o abuso de posição dominante não é fácil, porque as práticas que *a priori* poderiam ser consideradas anti competitivas podem ser legítimas em determinadas circunstâncias (por exemplo, definir um preço inferior ao de custo para atingir uma massa crítica suficiente numa plataforma). Na prática, é necessário encontrar um equilíbrio que evite o excesso de *laissez faire* (demasiada flexibilidade para a super estrela), mas também uma proteção desproporcional a concorrentes que podem ser menos eficientes do que a super estrela. Em qualquer dos casos, sempre num contexto de segurança jurídica, como é óbvio.

Finalmente, um campo de ação equilibrado também exige que as empresas, independentemente da sua dimensão, cumpram as suas obrigações fiscais. Nesta área, a crescente importância de empresas que podem deslocar os seus benefícios entre diferentes jurisdições com relativa facilidade requer maiores esforços em termos de coordenação internacional na definição das bases tributárias. Para começar, pelo menos, a nível europeu.

Cronologia

FEVEREIRO 2019

- 28** Os EUA suspendem o aumento das taxas aduaneiras às importações de produtos chineses que devia entrar em vigor a 1 de março.

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* de Itália, de Baa2 para Baa3.

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 de défice excessivo 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).

Agenda

MARÇO 2019

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 7** Conselho de Governadores 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 (janeiro e 4T).
Conselho Europeu.
- 27** Espanha: balança de pagamentos (4T).
Espanha: posição de investimento internacional líquido (4T).
Portugal: execução orçamental da Adm. Pública (fevereiro).
- 28** Espanha: execução orçamental do Estado (dezembro, janeiro e fevereiro).
Espanha: evolução do IPC (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 29** Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).
Detalhe do PIB (4T).
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).

ABRIL 2019

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 8** Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 10** Portugal: IPC (março).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 15** Espanha: contas financeiras (1T).
- 24** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 25** Espanha: inquérito de população ativa (1T).
- 26** Portugal: execução orçamental da Adm. Pública (março).
EUA: PIB (1T).
- 29** Portugal: emprego e desemprego (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
- 30** Espanha: evolução do PIB (1T).
Espanha: evolução do IPC (abril).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Zona Euro: PIB (1T).

Diminuição do crescimento

O ritmo de crescimento da atividade global abranda. Exemplo disso é a evolução do índice de sentimento empresarial (PMI) compósito global que, em janeiro, manteve a sua trajetória descendente atingindo os 52,1 pontos, um nível que não se verificava desde setembro de 2016. Esta tendência de abrandamento do crescimento é generalizada e é possível observar tanto nos EUA como na Zona Euro e na China. No entanto, as perspetivas para cada região são diferentes. Especificamente, nos EUA e na China é de prever que a desaceleração mantenha alguma continuidade: nos EUA, o incentivo fiscal da Administração Trump vai desaparecer e, na China, a economia mantém o desafio de gerir os desequilíbrios macrofinanceiros (especialmente a elevada dívida das empresas) e a mudança do modelo produtivo. A velocidade e a severidade com as quais estes ajustamentos ocorrem nos dois países estão sujeitas a um elevado grau de incerteza e constituem uma fonte de risco. Entretanto, a Zona Euro continua a acusar o impacto de um contexto externo menos favorável e de um ajustamento significativo – mas pontual – da indústria automóvel, que tem de se adaptar às novas normas europeias sobre emissões poluentes. De qualquer forma, espera-se que, nos próximos trimestres, a economia estabilize e mantenha uma taxa de crescimento ainda significativa, em torno de 1,4%.

Os bancos centrais ajustam a sua posição. Os bancos centrais dos EUA e da Zona Euro não se mostraram impassíveis face às turbulências dos mercados no final de 2018 e à desaceleração demonstrada pelos indicadores mais recentes de atividade. Assim, tendo em conta os poucos sinais de pressões inflacionistas nos EUA e o contexto de desaceleração do crescimento global, a Reserva Federal dos EUA (Fed), nas atas da sua última reunião, confirmou a pausa no seu processo de aumentos das taxas de juro. Além disso, perante a redução das perspetivas de crescimento da Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE) também adaptou a sua mensagem e deixou em aberto a possibilidade de adiar o primeiro aumento de taxas de juro, que anteriormente referiu que ia ocorrer no final de 2019.

Recuperação dos mercados. Durante o mês de fevereiro, o sentimento dos investidores deu continuidade à melhoria evidenciada em janeiro, sendo que os mercados deram mostras positivas, apoiados tanto no fluxo de notícias favoráveis sobre as negociações comerciais entre os EUA e a China como nas comunicações mais prudentes por parte dos principais bancos centrais e, especialmente, devido à pausa na subida das taxas de juro anunciada pela Fed. Assim, as cotações continuaram a recuperar do clima de

incerteza que se viveu no período final de 2018, quando ocorreu um forte aumento da volatilidade financeira, sendo que, em fevereiro, a volatilidade nos mercados financeiros manteve-se moderada e os principais índices bolsistas fecharam o mês novamente em terreno positivo.

Brexit, uma fonte inesgotável de incerteza. Na data desta publicação, ainda existe muita incerteza face ao resultado do *Brexit*. Embora as possibilidades de uma saída desordenada pareçam ser reduzidas, a dificuldade para chegar a um consenso na Câmara dos Comuns e a fragilidade do Governo do Reino Unido não permite descartar surpresas de última hora. Face às dificuldades para chegar a um acordo, é de prever que o Reino Unido peça uma extensão do artigo 50 (a saída do Reino Unido da UE está prevista para 29 de março de 2019), a qual abriria um leque de possibilidades: desde a aprovação de um pré-acordo alcançado entre Teresa May e a UE para uma versão mais suave do *Brexit* (permanência definitiva do Reino Unido na união aduaneira) ou mesmo um segundo referendo (que tem o apoio do Partido Trabalhista).

Sinais mistos dos indicadores de atividade em Espanha. Assim, enquanto os indicadores de atividade do setor dos serviços mantiveram uma tendência positiva, os homólogos do setor industrial sugerem que o setor está a atravessar um momento difícil, um facto que pode ser atribuído, pelo menos em parte, às dificuldades que o setor automóvel está a enfrentar e à deterioração da procura global. Contudo, é de esperar que a economia continue a crescer de forma robusta, acima das principais economias da Zona Euro, suportada no bom desempenho do mercado de trabalho.

A economia portuguesa entra numa fase mais madura do ciclo. Os dados mais recentes das contas nacionais mostram que a economia no final de 2018 cresceu 0,4% em cadeia (1,7% homólogo). Desta forma, a economia fechou 2018 com um crescimento de 2,1% num ano em que progressivamente perdeu força. Nos próximos trimestres esperamos que o crescimento abrande ligeiramente, devido às dificuldades vividas pelo setor externo, dado o contexto de contenção da procura global e ao menor dinamismo da procura interna (o mercado de trabalho está quase em praticamente pleno emprego e a recuperação do mercado imobiliário começa a dar sinais de esgotamento). Prova disso são os indicadores de atividade mais recentes, que sugerem que a economia vai crescer durante o período inicial de 2019 a um ritmo sólido, embora um pouco inferior à média de 2018.

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,00
Libor 3 meses	3,62	0,69	0,98	1,61	2,79	3,15	3,04
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,08	3,30	3,17
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	2,68	2,90	2,80
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	2,83	3,10	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40	0,05
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Eonia	3,12	0,77	-0,35	-0,34	-0,36	-0,30	0,20
Euribor 1 mês	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,37	-0,28	0,23
Euribor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,31	-0,15	0,25
Euribor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,24	-0,05	0,40
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,13	0,05	0,55
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,60	-0,25	0,40
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,25	0,70	1,25
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	-0,02	0,30	0,77
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,36	0,72	1,15
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,42	1,70	2,05
Prémio de risco	11	192	114	110	117	100	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	-0,18	0,27	0,84
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,47	0,87	1,38
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,72	2,00	2,40
Prémio de risco	19	369	346	149	147	130	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,14	1,19	1,23
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	127,89	124,95	130,38
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	0,87	0,86
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,79	0,73	0,70
PETRÓLEO							
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	56,30	53,66

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
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,3	3,8	3,7	3,4	3,4
Países desenvolvidos	2,7	1,1	1,7	2,4	2,2	1,9	1,7
Estados Unidos	2,7	1,4	1,6	2,2	2,9	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	0,1	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	0,7	0,8	0,7
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,8	1,4	1,2	1,5
Países emergentes	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	8,6	6,6	7,3	6,9	6,2
Indonésia	5,5	5,8	5,0	5,1	5,2	4,9	4,8
Brasil	3,6	2,3	-3,3	1,1	1,1	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	2,3	1,8	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
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,9	2,8	3,2	3,7	3,7	3,4
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	2,0	1,6	1,8
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	1,9
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,8	1,6	1,7
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,9	1,7	1,8
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,7	1,7
Itália	1,9	1,7	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
Países emergentes	6,8	6,0	4,2	4,3	4,8	5,0	4,4
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,1	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	3,9	3,6	4,9
Indonésia	8,4	6,0	3,5	3,8	3,2	3,0	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	2,7	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,5	2,4	2,3	2,5	1,8	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,8	0,8	0,3
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,4	3,7	4,4
Bens de equipamento	1,3	-1,0	7,6	13,7	3,1	6,5	5,5
Construção	-1,6	-7,0	-1,3	8,3	6,0	2,2	2,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,4	-1,4	2,2	3,1	2,8	2,3	2,1
Exportação de bens e serviços	5,2	3,4	4,4	7,8	3,7	4,2	4,6
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,7	8,1	4,9	4,9	4,9
Produto interno bruto	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,8	1,7
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,4	1,2	3,3	2,3	0,8	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) ¹	-9,4	-4,9	0,6	0,5	-0,6	-0,7	-0,7
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	0,4	0,3	0,3
Saldo público (acum., % PIB) ¹	-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
Agregados macroeconómicos							
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	1,8	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	2,0
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
Produto interno bruto	3,8	-0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Outras variáveis							
Emprego	3,4	-1,9	3,1	2,8	2,5	2,2	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	1,0	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) ¹	0,4	-7,3	-4,3	-3,0	-2,7	-2,3	-1,9

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

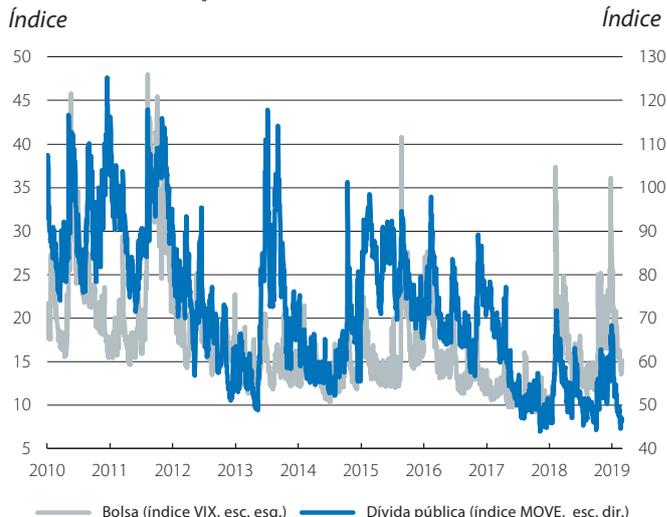
Previsões

O sossego continua a prevalecer nos mercados

Os mercados financeiros mantêm a dinâmica positiva. Durante o mês de fevereiro, o sentimento dos investidores deu continuidade à melhoria evidenciada em janeiro, sendo que os mercados deram mostras positivas, apoiados tanto no fluxo de notícias favoráveis sobre as negociações comerciais entre os EUA e a China como nas comunicações mais prudentes por parte dos principais bancos centrais e, especialmente, devido à pausa na subida das taxas de juro anunciada pela Fed. Assim, os preços continuaram a recuperar do clima de incerteza vivido no final de 2018, quando se verificou um forte aumento da volatilidade financeira e as bolsas sofreram quedas generalizadas, sendo que em fevereiro a volatilidade nos mercados financeiros manteve-se moderada e os principais índices bolsistas fecharam o mês novamente em terreno positivo. No entanto, prevalece uma tendência prudente face ao grau de desaceleração do crescimento económico global, sendo que nos mercados de rendimento fixo continuam a predominar taxas de juro baixas e, em função daquilo que as cotações financeiras refletem, os investidores permanecem na expectativa de saber se o ciclo de aperto monetário da Fed já chegou ao fim. Neste sentido, será fundamental a atualização das projeções macroeconómicas que a Fed irá efetuar na sua reunião de março, dado que nas mesmas indicará se os seus membros ainda esperam novos aumentos das taxas de juro em 2019 (as últimas projeções apontavam para uma expectativa média de mais duas subidas).

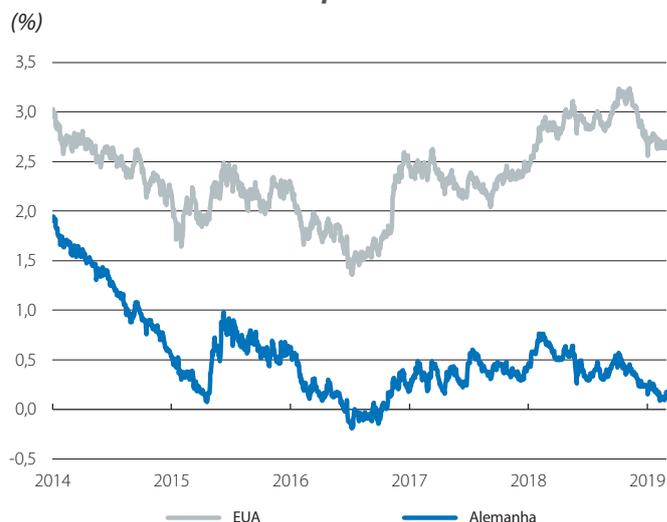
Os bancos centrais dão sinais de paciência face à presença de riscos negativos para o crescimento global. Por um lado, na ata da sua última reunião, o BCE sublinhou a intensificação de riscos negativos para as perspetivas económicas, derivada da moderação dos dados de atividade e das turbulências financeiras que ocorreram no final de 2018. Enquanto os membros do BCE continuam a considerar que parte do abrandamento da atividade na Zona Euro é temporário e que a probabilidade de recessão é baixa (um cenário que partilhamos amplamente), as atas destacaram a elevada incerteza em torno da persistência desta fragilidade e do seu impacto nas perspetivas a médio prazo. Portanto, o BCE confirmou a sua intenção de manter condições financeiras acomodáticas para apoiar a recuperação da taxa de inflação e salientou a necessidade de uma avaliação abrangente do cenário macroeconómico da Zona Euro. Por outro lado, na sua intervenção semestral no Congresso dos Estados Unidos, o presidente da Fed, Jerome Powell, explicou que a pausa no aumento das taxas de juro anunciada em janeiro responde à conjugação da recuperação da volatilidade financeira sofrida no final de 2018, a um menor risco de surpresas significativamente altas na taxa de inflação e à desaceleração da economia global. No entanto, Powell não descartou novos movimentos futuros nas taxas de juro oficiais e referiu que esta situação vai depender da evolução dos dados económicos e financeiros. Neste sentido, a ata da reunião de janeiro

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



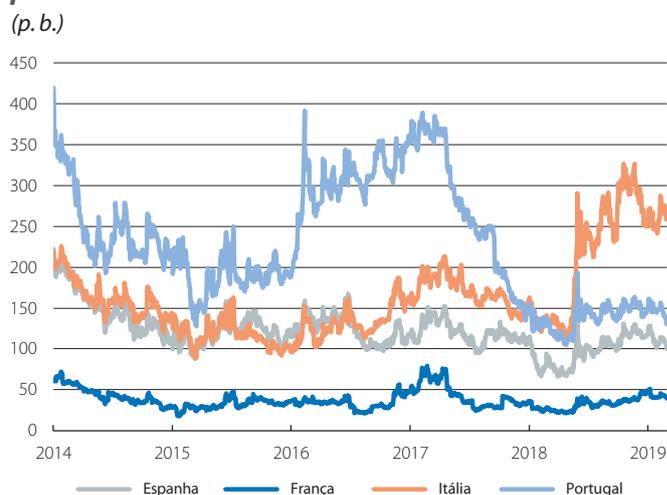
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

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



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

da Fed mostrou que existe alguma diferença de opinião entre os seus membros: alguns afirmaram que, perante a ausência de surpresas positivas na economia, não gostariam de aumentar as taxas de juro; enquanto outros argumentaram que, se acontecer conforme o previsto e a desaceleração na atividade norte-americana for moderada, gostariam de implementar novas subidas das taxas de juro no período final de 2019.

As taxas de juro soberanas mantêm-se em níveis baixos.

Apoiados pelas mensagens de paciência dos bancos centrais, em fevereiro os mercados de rendimento fixo foram dominados pela estabilidade das taxas de juro soberanas, que se mantiveram em níveis baixos. Nos EUA, a taxa de juro da obrigação a 10 anos flutuou num nível diminuto de 20 p. b., para se situar em torno de 2,70%, enquanto na Zona Euro, a taxa de juro do *bund* alemão manteve-se em níveis muito reduzidos, chegando inclusive a ficar abaixo de 0,10% (um registo mínimo que não se verificava desde o final de 2016). Por sua vez, na periferia da Zona Euro, os prémios de risco de Portugal e Espanha reduziram ligeiramente, enquanto em Itália o prémio de risco demonstrou uma maior volatilidade e, após um aumento de cerca de 40 p. b. no início do mês, a manutenção do *rating* por parte da Fitch (BBB, com perspetiva negativa) favoreceu uma ligeira recuperação do diferencial.

Aumento dos ganhos nas principais bolsas internacionais.

A tendência positiva do sentimento do mercado que se observa desde janeiro, mostrou continuidade em fevereiro, resultando numa diminuição da volatilidade das bolsas das economias avançadas e no aumento dos fluxos de capitais para o rendimento variável. Assim, tanto o índice norte-americano S&P 500 (também favorecido no 4T 2018 por lucros das empresas relativamente superiores aos previstos pelos analistas) como os principais índices da Zona Euro obtiveram uma revalorização mensal de cerca de 3%. Por sua vez, nas economias emergentes foi observado um comportamento diferente entre as regiões. Enquanto os índices asiáticos foram os que beneficiaram mais claramente com as negociações comerciais entre os EUA e a China (especificamente, a Bolsa de Xangai que obteve ganhos espetaculares de 14% na totalidade do mês), as oscilações produzidas pelas notícias económicas e políticas na América Latina provocaram ligeiras descidas nos principais índices bolsistas da região.

O euro estabiliza e o petróleo aumenta. No mercado cambial, a estabilidade das taxas de juro soberanas mencionada anteriormente ajudou o euro a manter-se em torno dos 1,13 dólares, enquanto a libra esterlina aumentou para 1,17 euros (um valor que não se verificava desde maio de 2017) perante os vários movimentos ao nível do *Brexit* (ver a secção de Economia Internacional). Por seu turno, o preço do barril de petróleo de qualidade Brent manteve a sua trajetória de crescimento encetada no início do ano, apoiada nos cortes de produção acordados pela OPEP e os seus parceiros em dezembro, tendo chegado a ultrapassar os 67 dólares.

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2017)



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

Moedas internacionais face ao dólar

(Índice)

(Dólares por euro)



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

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

Porque é que diferem as taxas de juro de ativos semelhantes?

- A diferença entre as rentabilidades efetivas de investir em obrigações de várias regiões é menor do que a sugerida pelos diferenciais das taxas de juro observadas nos mercados (como os 260 p. b. entre as obrigações soberanas norte-americanas e alemãs a 10 anos).
- Uma parte destes diferenciais reflete o custo do «seguro» contra as flutuações na taxa de câmbio. Quando esta situação é considerada é possível observar que, recentemente, a rentabilidade obtida por um investidor europeu em obrigações soberanas norte-americanas acaba por ser inferior à obtida em obrigações equivalentes alemãs.
- A divergência das políticas monetárias cria diferenciais nas taxas de juro e os limites à arbitragem derivados das mudanças regulatórias fazem com que as mesmas não desapareçam.

Nos últimos anos abriu-se uma clivagem importante entre as taxas de juro das economias avançadas. Por exemplo, em 2018, a taxa de juro da obrigação soberana dos EUA a 10 anos situou-se, em média, em torno dos 2,9%, enquanto a taxa de juro da obrigação soberana alemã, japonesa e britânica registava uma média de 0,5%, 0,1% e 1,4%, respetivamente. Considerando que todas estas obrigações são altamente substitutivas e que são permutadas em mercados financeiros muito globalizados, como é possível que prevaleçam taxas de juro com diferenciais tão acentuados?

O papel da taxa de câmbio

A taxa de câmbio é o principal intermediário entre as taxas de juro dos ativos denominados em diferentes moedas. Por exemplo, para comprar uma obrigação europeia com uma taxa de juro i_{ϵ} , um investidor americano tem de comprar primeiro euros e, no futuro, quando quiser repatriar o seu investimento, deverá voltar ao mercado cambial para converter os seus euros em dólares. Assim, se a taxa de câmbio for de S_0 euros por dólar no momento de efetuar o investimento e de S_1 no momento de o repatriar, o retorno (em dólares) nesta obrigação para investir 1 dólar norte-americano será:

$$\frac{(1 + i_{\epsilon})S_0}{S_1}$$

Para que o investidor seja indiferente entre este investimento ou comprar uma obrigação norte-americana com uma taxa de juro i_s , deveria cumprir-se:

$$1 + i_s = \frac{(1 + i_{\epsilon})S_0}{S_1}$$

Vários estudos mostram que esta relação, denominada paridade das taxas de juro sem cobertura, não é cumprida na realidade.¹ Uma razão é que, ao contrário do investimento interno, o investimento estrangeiro implica um risco na taxa de câmbio, dado que não é possível conhecer S_1 antecipadamente. No entanto, em vez de repatriar o investimento para a taxa de câmbio em vigor aquando do vencimento da obrigação, S_1 , o investidor pode contratar, no momento inicial, uma taxa de câmbio de $F_{0,1}$ euros por dólar para repatriar o seu investimento no futuro (a denominada taxa de

1. Ver, por exemplo, Froot, K. A. e Thaler, R. H. (1990). «Anomalies: foreign exchange». *Journal of economic perspectives*, 4(3), 179-192.

câmbio *forward*). Com a utilização deste instrumento, elimina-se o risco cambial e espera-se que os investidores eliminem as oportunidades de arbitragem, de forma que:

$$1 + i_s = \frac{(1 + i_{\epsilon})S_0}{F_{0,1}}$$

Esta relação, denominada de paridade das taxas de juro coberta (CIP, em inglês), é um dos pilares da teoria económica, até ao ponto de alguns a considerarem que está mais perto de uma lei da física no campo das finanças internacionais.²

O desmembramento da CIP

Para verificar se a CIP se cumpre realmente, calculamos um termo denominado *base* com a seguinte fórmula (sabermos que a CIP é cumprida se a *base* = 0):

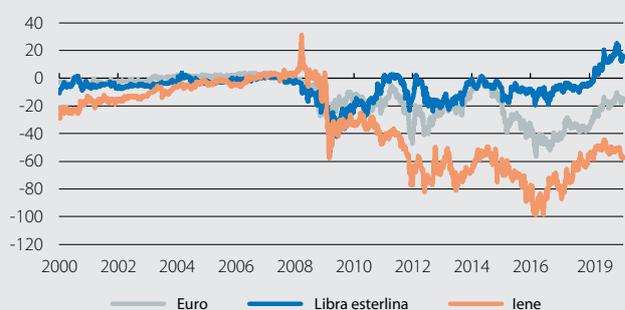
$$1 + i_s = \frac{(1 + i_{\epsilon} + base)S_0}{F_{0,1}}$$

Este termo é apresentado no primeiro gráfico para comparar, a partir do ponto de vista norte-americano, um investimento em taxas de juro Libor denominada em dólares e investimentos em taxas de juro Libor denominada em euros, libras e ienes. Antes da crise financeira global de 2007-2008, a *base* era praticamente nula, de modo que uma vez neutralizado o risco cambial, as taxas de juro Libor nas principais economias avançadas estavam razoavelmente iguais (ou seja, cumpria-se a CIP).

No entanto, o gráfico também mostra que, desde essa altura, têm havido desvios sistemáticos da CIP e a *base* foi negativa na maior parte das vezes: ou seja, do ponto de vista de um investidor norte-americano, agora é mais atraente investir no estrangeiro (neutralizando as flutuações da taxa de câmbio) do que internamente.

O que é que está por trás deste incumprimento da CIP? No auge da crise financeira, os desvios poderiam ser atribuídos ao mau funcionamento dos mercados globais interbancários: elementos, tais como aumento das preocupações

Desvios da CIP baseada nas taxas de juro a 10 anos: principais moedas face ao dólar* (p. b.)

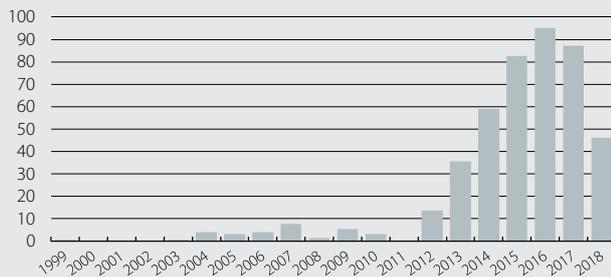


Nota: * Valores negativos (positivos) indicam que o investimento direto em dólares norte-americanos oferece um retorno menor (maior) do que o investimento denominado na moeda estrangeira correspondente (segura por flutuações na taxa de câmbio). O desvio, denominado «base», é obtido de swaps com base nas taxas de juro Libor denominadas em diferentes moedas.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

2. Ver Borio, C. E., McCauley, R. N., McGuire, P. e Sushko, V. (2016). «Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis». *BIS Quarterly Review*.

Emissões de obrigações reverse yankee *

(Milhares de milhões de euros)



Nota: * Os reverse yankee são obrigações emitidas por empresas norte-americanas e denominadas em moedas estrangeiras. O gráfico mostra as emissões de obrigações reverse yankee denominadas em euros.

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

sobre o risco de contraparte³ ou um acesso mais limitado aos mercados grossistas de dólares inibiram a capacidade de arbitrar entre os mercados. No entanto, os desvios persistiram de forma generalizada inclusivamente após o restabelecimento do bom funcionamento dos mercados e, além disso, aumentaram entre 2014 e 2016. A evidência disponível sugere que esta persistência surpreendente deve-se a dois fatores principais:⁴

- Mudanças reguladoras que reduzem a capacidade de assumir riscos e aproveitar as oportunidades de arbitragem.
- A divergência das políticas monetárias.

Em primeiro lugar, em resposta à excessiva tomada de riscos antes da crise financeira, as autoridades reguladoras tornaram-se mais exigentes e introduziram medidas que fazem com que a tomada de riscos seja mais cara,⁵ restringindo, assim, a capacidade de aproveitar as oportunidades de arbitragem. Em segundo lugar, a divergência de políticas monetárias entre a Fed e outros bancos centrais, como o BCE, estimula o investimento em jurisdições com taxas de juro mais altas (como os EUA) e a emissão de dívida denominada em moedas de regiões com taxas de juro mais baixas. Por exemplo, como é possível observar no segundo gráfico, entre 2012 e 2017, as empresas norte-americanas aumentaram fortemente a emissão de dívida denominada em euros.⁶ Assim, ambos os elementos representam um aumento na procura de dólares. Devido aos limites da arbitragem, o prémio favorável aos ofertantes de dólares derivado do aumento da procura não desaparece: ou seja, é produzida uma *base* negativa.⁷

Dinâmicas recentes nas taxas de juro soberanas

Até agora, a nossa análise concentrou-se nas taxas de juro Libor. No entanto, tendo em vista a importância do risco da taxa de câmbio e a *base*, vale a pena perguntar se nos ajudam a explicar os diferenciais entre as taxas de juro soberanas mencionadas anteriormente. A resposta é sim, pelo

3. O risco de que uma das partes não cumpra os pagamentos acordados.
4. Consultar na nota de rodapé 2 e Du, W., Tepper, A. e Verdelhan, A. (2018). «Deviations from covered interest rate parity». *The Journal of Finance*, 73(3), 915-957.
5. Por exemplo, com requisitos de capital e rácios de alavancagem mais rigorosos ou limites à exposição cambial dos balanços.
6. Estas emissões permitem obter liquidez em euros que, posteriormente, as empresas norte-americanas convertem em dólares através de um *swap* da taxa de câmbio para evitar desajustamentos cambiais no seu balanço.

menos nos últimos anos. Em particular, embora em dezembro de 2018 a diferença entre as taxas de juro soberanas a 10 anos dos EUA e da Alemanha fosse de praticamente +260 p. b., a mesma reduziu para -60 p. b. quando ajustamos a taxa de juro soberana para cobrir o risco da taxa de câmbio que um investidor europeu deve incorrer: por outras palavras, o custo de cobertura do risco cambial explica a totalidade do diferencial (e até mais).

Esta situação é possível observar no terceiro gráfico, que representa o diferencial entre as taxas de juro soberanas dos EUA e da Alemanha, juntamente com a diferença entre o retorno efetivo (a partir do ponto de vista europeu) de investir em obrigações soberanas dos EUA e de o fazer em obrigações soberanas alemãs. Ou seja, esta diferença é:

$$\frac{(1 + i_{EUA})S_0}{F_{0,1}} - i_{Alemanha} - 1$$

Como mostra o gráfico, a diferença nos retornos efetivos tem vindo a diminuir desde 2016 (em linha com a correção da *base* observada desde essa altura):⁸ de facto, em dezembro de 2018, e a partir de uma perspetiva europeia, a taxa de juro soberana a 10 anos dos EUA pelo risco da taxa de câmbio era de aproximadamente -0,35% (2,83% sem neutralizar), comparado com uma taxa de juro soberana da Alemanha de +0,25%.⁹

Em suma, os diferenciais observados entre as taxas de juro são menores do que parecem ser. Em parte, refletem o custo do «seguro» contra flutuações da taxa de câmbio, embora a quebra da CIP observada nos últimos anos também sugere que a arbitragem perdeu poder como uma força igualizadora das taxas de juro.

Diferencial das taxas de juro soberanas a 10 anos: EUA - Alemanha



Nota: * A taxa de juro norte-americana é ajustada pelo custo do «seguro» contra flutuações da taxa de câmbio através de um contrato *forward* no mercado cambial. A este retorno é subtraída a taxa de juro soberana da Alemanha.

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

7. O prémio é criado em *swaps* da taxa de câmbio, um produto com o qual duas partes concordam em trocar duas moedas no presente a uma taxa de câmbio *S* e, também, como o desfazer numa data futura a uma taxa de câmbio *F*. Uma *base* negativa indica que, nestes contratos, os ofertantes de dólares obtêm um prémio positivo: ou seja, depois de emprestar dólares a uma taxa de câmbio de *S* euros por dólar, no futuro serão pagos à taxa de câmbio *F* que oferece menos euros por dólar do que a estabelecida pela CIP.
8. Não existe uma explicação clara dos fatores que estão por trás da correção da *base* desde 2016. Para uma hipótese baseada na *Base Erosion and Anti-Abuse Tax* da Administração Trump, veja o artigo «Cross-currency basis feels the BEAT» em www.ftalphaville.ft.com
9. Dado que a taxa de câmbio *forward* (1,17 \$/€ na média de dezembro) oferecia mais dólares por euro do que a taxa de câmbio *spot* (1,14 \$/€), a neutralização implica uma valorização que penaliza o repatriamento para a Europa de um investimento norte-americano.

Taxas de juro (%)

	28-fev	31-jan	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,31	0	0,0	1,8
Euribor 12 meses	-0,11	-0,11	0	0,9	8,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,53	-0,51	-2	3,9	12,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,52	-0,56	4	9,1	3,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,18	0,15	3	-5,9	-46,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,17	1,20	-2	-24,3	-33,4
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,47	1,62	-15	-25,2	-47,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	100,0
Libor 3 meses	2,63	2,74	-11	-18,2	60,2
Libor 12 meses	2,87	2,98	-12	-13,9	35,9
Dívida pública a 1 ano	2,54	2,54	-1	-6,0	50,4
Dívida pública a 2 anos	2,51	2,46	6	2,6	30,2
Dívida pública a 10 anos	2,72	2,63	9	3,1	-9,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fev	31-jan	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	62	71	-9	-26,8	8,9
Itraxx Financeiro Sénior	74	84	-10	-34,6	19,7
Itraxx Financeiro Subordinado	150	172	-22	-78,8	33,3

Taxas de câmbio

	28-fev	31-jan	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,137	1,145	-0,7	-0,8	-7,3
EUR/JPY (ienes por euro)	126,670	124,650	1,6	0,7	-2,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,857	0,873	-1,8	-4,6	-3,7
USD/JPY (ienes por dólar)	111,390	108,890	2,3	1,5	4,8

Matérias-primas

	28-fev	31-jan	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	412,8	412,8	0,0	0,9	-7,1
Brent (\$/barril)	66,0	61,9	6,7	22,7	3,4
Ouro (\$/onça)	1.313,3	1.321,2	-0,6	2,4	-0,3

Rendimento variável

	28-fev	31-jan	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.784,5	2.704,1	3,0	11,1	4,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.298,3	3.159,4	4,4	9,9	-3,0
Ibex 35 (Espanha)	9.277,7	9.056,7	2,4	8,6	-4,7
PSI 20 (Portugal)	5.185,4	5.129,0	1,1	9,6	-3,6
Nikkei 225 (Japão)	21.385,2	20.773,5	2,9	6,8	-1,6
MSCI emergentes	1.051,0	1.049,9	0,1	8,8	-11,9

A atividade global evolui moderadamente

Os indicadores de atividade global sugerem que a desaceleração continua no início de 2019. Em particular, em janeiro, o índice de sentimento empresarial (PMI) composto global permaneceu na zona de expansão (acima dos 50 pontos) mas voltou a diminuir e, ao atingir os 52,1 pontos, situou-se no seu valor mínimo desde setembro de 2016, sugerindo um ritmo de crescimento global mais contido no 1T 2019. No entanto, parte desta diminuição responde a perturbações consideradas temporárias (como o impacto da nova norma europeia sobre as emissões no setor automóvel). Assim o cenário do BPI Research estima uma desaceleração no crescimento global de 3,7% em 2018 para 3,4% em 2019, o que indica que a economia global vai manter uma evolução significativa e em linha com a média histórica.

Comércio e Brexit: contraste positivo e negativo. No Reino Unido, Theresa May decidiu adiar a nova votação do acordo de saída da UE na Câmara dos Comuns (estabeleceu 12 de março como a nova data limite) enquanto mantém as negociações com a União Europeia para possíveis concessões relacionadas com a cláusula *backstop* sobre a Irlanda. Da mesma forma, se o acordo estabelecido com Bruxelas for novamente chumbado, May anunciou uma votação (a 13 de março) sobre a aprovação de uma saída sem acordo. Contudo, se a mesma também for chumbada, no dia seguinte haverá uma terceira votação para a extensão (limitada e curta) do artigo 50 até junho. No entanto, enquanto se mantém a incerteza em torno do *Brexit*, em fevereiro os EUA e a China voltaram novamente a acordar medidas para reduzir as suas tensões comerciais. Assim, fruto do avanço das negociações entre os dois países, Donald Trump adiou o aumento da taxa aduaneira de 10% para 25% sobre 200.000 milhões de importações chinesas (que deveria ter entrado em vigor a 1 de março) para uma data indefinida. Desta forma, a trajetória positiva das negociações parece antever uma paragem na escalada das tensões comerciais e, conseqüentemente, uma menor incerteza global no plano comercial (pelo menos a curto prazo).

ESTADOS UNIDOS

Os EUA registaram um forte crescimento de 2,9% em 2018 (2,2% em 2017), favorecidos pelo incentivo fiscal aprovado no final de 2017 e pela solidez do mercado de trabalho (que impulsionou o dinamismo do consumo privado). No entanto, no período final de 2018, verificou-se uma desaceleração nas taxas de crescimento do PIB. Concretamente, o PIB evoluiu 0,6% em cadeia no 4T 2018 (3,1% homólogo), menos 2 décimas do que o crescimento do trimestre anterior. Parte desta desaceleração deveu-se a elementos que consideramos transitórios, como o efeito provocado pelo encerramento parcial da Administração Federal. Este fator relacionado com o encerramento administrativo poderia afetar as taxas de crescimento do 1T 2019, ao qual se irão juntar os efeitos da vaga de frio que assolou o norte do país no início do ano. No entanto, esta contenção no crescimento também responde à própria maturidade do ciclo económico, constituindo uma força com um cariz mais estrutural. Assim, o BPI Research prevê um aumento de 2,3% para 2019 (um registo ainda muito robusto, mas que já se encontra mais perto do potencial do país, que estimamos em 1,9%).

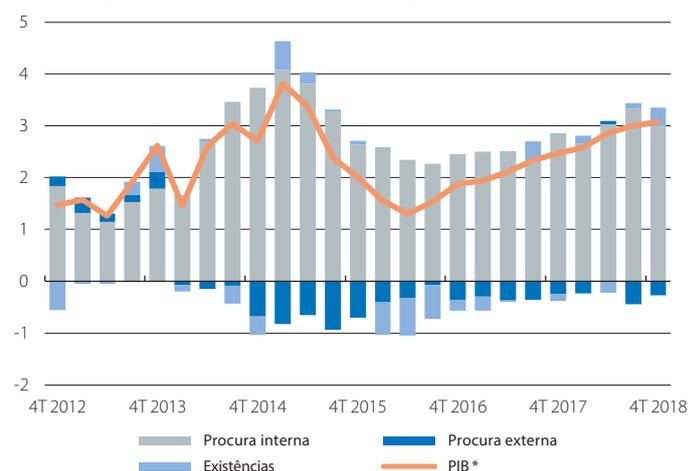
Mundo: indicador de atividade PMI composto Índice



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

EUA: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

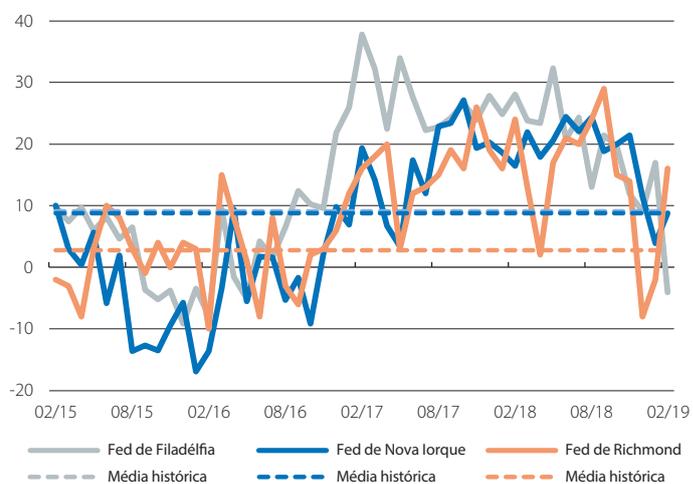


Nota: * Variação homóloga (%).

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

EUA: índices de atividade industrial

Nível



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

As pressões inflacionistas alinhadas com o objetivo e a moderação do crescimento apoiam a decisão da Fed de permanecer paciente. A taxa de inflação geral desceu em janeiro para 1,6%, menos 3 décimas do que o registo anterior. Esta descida deveu-se, em grande parte, à queda nos preços da energia, ainda influenciados pela trajetória descendente dos preços do petróleo no final de 2018. Por sua vez, a taxa de inflação subjacente permaneceu em 2,2% pelo terceiro mês consecutivo. Assim, com taxas de inflação em linha com o objetivo da Fed, inseridas num contexto de riscos globais negativos, dão margem à instituição monetária para se manter paciente face à futura evolução das suas taxas de juro (ver a secção de Mercados Financeiros).

EUROPA

Os indicadores económicos sugerem um crescimento lento no início de 2019. Em particular, apesar de em fevereiro o índice PMI composto da Zona Euro ter recuperado ligeiramente após meses de redução (para 51,0 pontos), o mesmo ainda se situa em níveis moderados por causa do contraste entre os setores dos serviços e os industriais. Por um lado, o índice PMI para as indústrias desceu para 49,2 pontos, o valor mais baixo em quase seis anos e abaixo dos 50 pontos que separam a zona de expansão da de contração. Contudo, por outro lado, o índice PMI do setor dos serviços aumentou para 52,3 pontos (o valor mais alto dos últimos três meses). Assim, em conjunto, os indicadores sugerem que a Zona Euro irá avançar a um ritmo lento nos primeiros meses do ano.

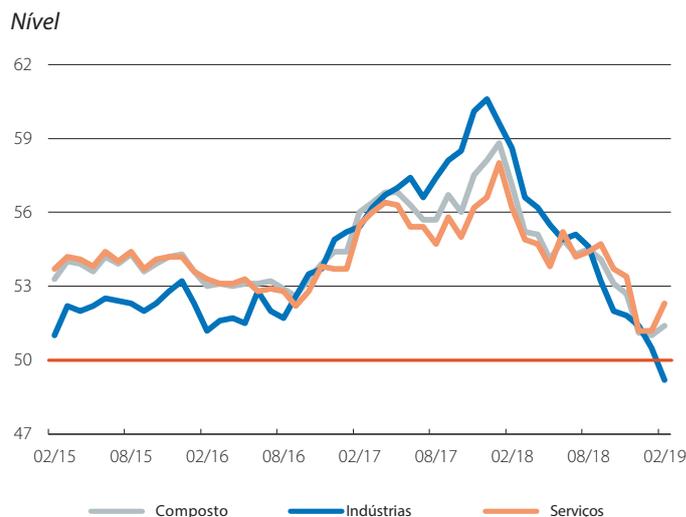
A Alemanha e o Reino Unido surpreendem pela negativa. O PIB alemão manteve-se estável no 4T 2018 (0,0% em cadeia e 0,6% homólogo, após os -0,2% em cadeia do 3T), situando a totalidade do ano em 1,5%. No entanto, o Instituto Nacional de Estatística da Alemanha sugeriu que a procura interna manteve uma tendência positiva, com o qual é de prever que o crescimento recupere nos próximos trimestres. Por sua vez, o crescimento do PIB do Reino Unido surpreendeu pela negativa no último trimestre de 2018 (0,2% em cadeia), situando-se em 1,4% em termos homólogos (o valor mais baixo desde 2012).

RESTO DO MUNDO

O Japão voltou a crescer no 4T 2018 e fechou o ano com um crescimento anual de 0,7%. O PIB avançou 0,3% em cadeia em relação ao 4T (0,0% homólogo), após a queda registada no trimestre anterior por causa dos desastres naturais que assolaram o país no verão passado. A decomposição por componentes mostrou uma evolução sólida do consumo privado e do investimento empresarial.

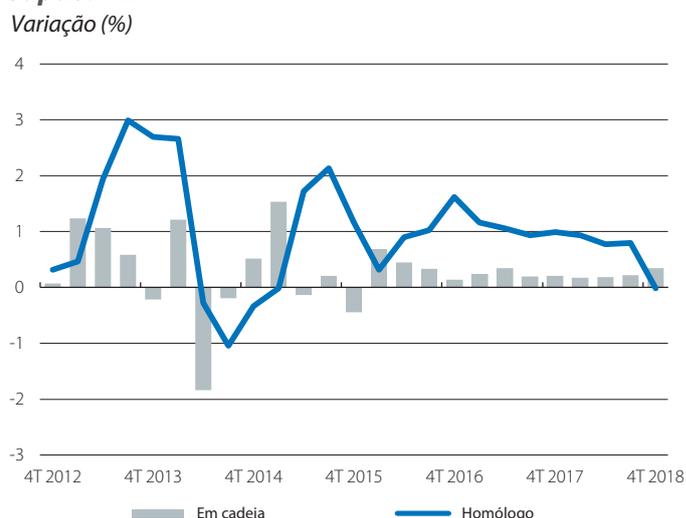
Nas economias emergentes, a China continua a desacelerar, sendo que o Brasil e a Índia também abrandaram no período final de 2018. As exportações chinesas recuperaram a tendência positiva em janeiro, com um crescimento sólido de 9,1% em termos homólogos (em contraste com a queda de 4,4% registada em dezembro) embora o conjunto de indicadores continue a sugerir um abrandamento da atividade. Por sua vez, a publicação do PIB da Índia revelou um aumento de 7,3% no conjunto de 2018, um crescimento significativo apesar do ritmo ter vindo a diminuir ao longo do ano. Finalmente, na América Latina, o Brasil cresceu 1,1% em 2018 sem registar uma melhoria em relação a 2017, em grande parte devido ao abrandamento registado no 4T.

Zona Euro: indicadores de atividade PMI



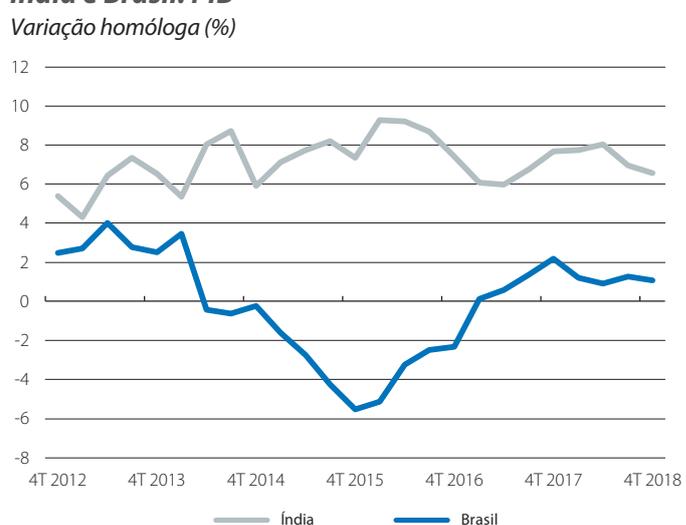
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Japão: PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística do Japão.

Índia e Brasil: PIB



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos institutos nacionais de estatística.

China, perante um ano difícil: crescem os riscos, mas com uma margem inferior à de 2015

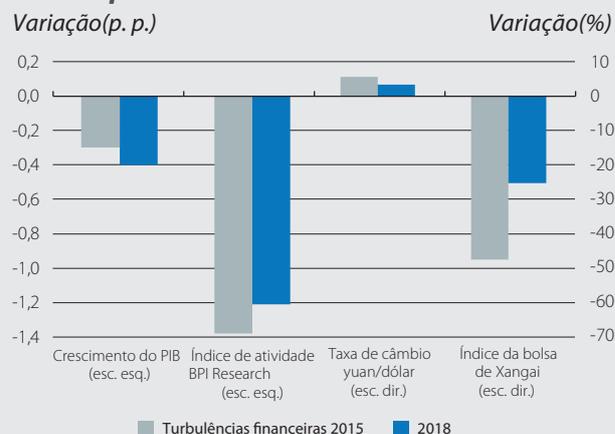
A China está mais uma vez na mira dos principais analistas e investidores após o acentuar da desaceleração da sua economia no segundo semestre de 2018. Até que ponto as preocupações são bem fundamentadas e qual é a margem da política económica das autoridades chinesas para evitar uma desaceleração súbita? Uma forma natural de contextualizar o abrandamento da economia chinesa em 2018 é compará-lo com o período de instabilidade económica e financeira que ocorreu entre meados de 2015 e o início de 2016.¹ Como veremos a seguir, a partir da comparação obtemos que, até aos dias de hoje, a gravidade do episódio de 2015-2016 foi ligeiramente maior do que a situação vigente, embora o abrandamento atual também seja significativo.

Assim, podemos observar que entre o 3T 2017 e o 4T 2018 (período que abrange a atual desaceleração), o crescimento do PIB desacelerou 0,4 p. p. face aos 0,3 p. p. do episódio de 2015, enquanto o crescimento do índice de atividade do BPI Research diminuiu quase 1,4 p. p. em 2015 em comparação com a redução de 1,2 p. p. do episódio atual. Apesar de serem dimensões aparentemente semelhantes, a desaceleração de 2015 foi muito mais brusca do que a atual, dado que ocorreu durante um período de apenas nove meses (por sua vez, a desaceleração atual repartiu-se ao longo de 18 meses, até agora, apresentando um padrão mais moderado). Além disso, tanto a correção bolsista como as saídas de capital (ver o segundo gráfico) foram muito mais elevadas durante as turbulências de 2015 do que as atuais.

O abrandamento na China não surpreende e, de facto, é de esperar que o crescimento continue a desacelerar em 2019 e 2020 para níveis em torno dos 6,0% (o crescimento em 2018 foi de 6,6%). Do ponto de vista da tendência, é inevitável que o crescimento seja moderado nos próximos anos devido a forças estruturais, como o envelhecimento da população ou a redução do peso do investimento devido à mudança do modelo produtivo (uma mudança que vai permitir um padrão de crescimento mais saudável e equilibrado a médio prazo, mesmo que isso implique que a economia sofra, em certa medida, a curto prazo). De facto, as estimativas² efetuadas sugerem que o crescimento potencial da China entre 2021 e 2025 poderia variar entre 4,0% e 5,0%.

No entanto, de um ponto de vista mais a curto prazo, destacam-se dois grandes riscos. Por um lado, num contexto

A desaceleração na China: comparação com o episódio de 2015 *



Nota: * Comparamos a desaceleração do crescimento do PIB e do índice de atividade no 4T 2018 em relação ao 3T 2017 (quando o abrandamento atual começou) com a desaceleração no 4T 2015 em comparação com o 2T 2015. Em relação à taxa de câmbio e ao índice bolsista, calculamos a sua variação entre junho de 2017 e dezembro de 2018, e entre junho de 2015 e fevereiro de 2016 (coincidindo com o episódio de turbulências económicas e financeiras de 2015).

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

China: entradas líquidas de capitais

(Milhares de milhões de yuans)



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

internacional difícil, a publicação de piores dados de atividade do que os esperados num determinado trimestre poderá derivar em episódios de instabilidade financeira que acabem por se repercutir na atividade. Por outro lado, os fundamentos macroeconómicos da economia chinesa poderiam ser mais fracos do que o estimado, sendo que a atividade poderia acabar por sofrer uma forte desaceleração. No entanto, por agora, os indicadores disponíveis sugerem que não haverá consequências de maior: as autoridades chinesas possuem uma certa margem de políticas fiscais, monetárias e financeiras para evitar uma forte desaceleração. No entanto, é verdade que esta mar-

1. Ver o Focus «China: regressam as dúvidas», publicado na IM10/2015.
2. Ver Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. e Lodge, D. (2018). «The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area» (No. 206). ECB Occasional Paper.

gem é, como poderemos ver, significativamente menor do que em 2015, de modo que tanto o seu alcance como a sua sustentabilidade no tempo são muito mais reduzidas do que antes.

A começar com a frente fiscal, o governo já anunciou no seu Conselho de Política Económica de dezembro³ que serão tomadas medidas de expansão (que ainda devem ser concretizadas). A maioria será canalizada, tal como aconteceu em 2015 com medidas para incentivar os organismos locais a endividarem-se e financiar projetos de infraestruturas através de emissões de dívida especiais (as denominadas *local government financial vehicles*) que não aparecem no orçamento. No entanto, a situação das finanças públicas é menos confortável do que em 2015: de acordo com o FMI, o «aumento» da dívida pública do conjunto das Administrações Públicas chinesas (ou seja, incluindo estas emissões de dívida) em 2019 vai alcançar 77,0% do PIB (56% em 2015).⁴ Quando nos concentramos nas medidas fiscais que aparecem no orçamento, as mesmas mostram alguns sintomas de esgotamento: o défice orçamental de todas as Administrações Públicas, no segundo semestre de 2018 foi de -6,2% do PIB, um valor significativo e semelhante ao do segundo semestre de 2015 (-6,9% do PIB), em pleno auge das turbulências.

No respeitante à política monetária, a margem também é ligeiramente menor do que na conjuntura anterior por causa de dois fatores. Primeiro, quando as dúvidas começaram em 2015, as taxas de juro de referência do banco central estavam em níveis superiores aos atuais, com o qual existia uma maior margem para aplicar descidas nas taxas de juro que incentivassem a economia. Em segundo lugar, as políticas de expansão de há quatro anos provocaram um aumento significativo do crédito, especialmente do canalizado pelo sistema bancário paralelo.⁵ No entanto, estas dinâmicas criavam receios de aumento da instabilidade financeira. Portanto, no panorama atual, apesar de introduzirem medidas de expansão em matéria fiscal e monetária, as autoridades chinesas vão provavelmente manter o aperto regulador atual para reduzir a elevada dívida das empresas da China. Esta situação já se refletiu no aumento do incumprimento no setor empresarial em 2018 (que afetou especialmente as empresas privadas, dado que o sistema financeiro ainda oferece maiores facilidades para a concessão de crédito às empresas públicas) e na redução do peso do sistema bancário paralelo (passou de representar 87% do PIB no final de 2017 para apenas 70% no final de 2018). Assim, logicamente, esta redução nos fluxos de crédito implica uma menor transmissão

3. É uma reunião anual dos principais líderes políticos e económicos chineses para estabelecer as linhas gerais da política económica do ano seguinte.

4. Ver o Artigo IV da China do ano 2018 publicado pelo FMI.

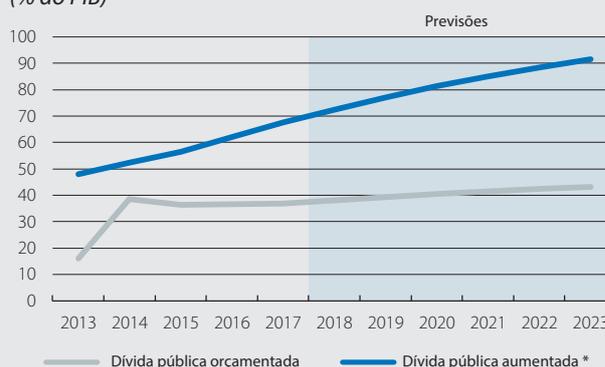
5. Consultar, para mais informação, o Focus «O *shadow banking* na China: uma sombra alongada» da IM02/2017.

da política monetária sobre a economia real, embora o governo chinês pudesse acomodar, até certo ponto, a desaceleração através da descida da taxa de juro de referência (que permanece inalterada nos 4,35% desde outubro de 2015).

Finalmente, no que diz respeito à política cambial, é provável que a gestão *ad-hoc* da taxa de câmbio do yuan deixe gradualmente de fazer parte das ferramentas da política económica. A razão assenta no facto de que a China deverá reduzir gradualmente o controlo sobre a sua moeda e deixar que flutue muito mais em função dos mercados. Esta é uma medida inevitável para conseguir uma maior internacionalização do yuan, um objetivo essencial para a China, especialmente à medida que deixe de ser um país com superavit na balança corrente para passar a ser deficitário e, portanto, com uma maior necessidade de possuir uma moeda estável e apoiada internacionalmente. No entanto, a manutenção dos controlos de capital para o investimento fora da China irá evitar a desvalorização acentuada do yuan em 2019.

China: dívida pública

(% do PIB)



Nota: * O aumento da dívida pública inclui as rubricas que não aparecem nos orçamentos, como a emissão de dívida dos organismos locais através de veículos financeiros especiais para financiar projetos de infraestruturas.

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

China: incumprimentos das obrigações internas

(Milhares de milhões de yuans)

(Número)



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

Em suma, tudo indica que, em 2019, a China poderá recorrer a políticas fiscais e monetárias expansionistas que minimizem o aperto regulador e que impeçam uma desaceleração súbita da economia. No entanto, os dados sugerem que o trajeto destas políticas é menor do que no passado e que o custo pode ser maior. Além disso, estas políticas podem ser úteis durante um período específico, mas não são sustentáveis ao longo do tempo. Portanto, a médio prazo, a China deveria aplicar medidas de política económica mais ambiciosas e não de curto prazo.

Por exemplo, uma das medidas seria facilitar o aumento do investimento direto estrangeiro para reverter a atual tendência negativa (ver o último gráfico). Neste sentido, as autoridades chinesas já começaram a agir, embora o seu ritmo seja ainda mais tímido do que o desejável. Assim, em julho foi anunciado um plano que eliminaria completamente, em 2021-2022, as restrições ao investimento estrangeiro em setores importantes (muitos deles estratégicos), como o dos seguros, rede elétrica, setor automóvel ou transporte ferroviário de passageiros, com o qual o número de setores económicos afetados pelas restrições reduziria de 63 para 48.

Sem dúvida que é um primeiro passo, mas é possível fazer mais. Outras alavancas complementares à maior abertura do país para melhorar o padrão de crescimento são os maiores incentivos para que trabalhadores das áreas rurais possam migrar para as cidades, finalizar a reforma pendente que visa a modernização das ineficientes empresas públicas e reduzir a elevada dívida das empresas. Sem dúvida que chegou a hora da China dar um passo em frente para evitar maiores percalços.

Investimento estrangeiro e empresas externas estabelecidas na China



Nota: * Dados de investimento direto estrangeiro apenas dos primeiros três trimestres de 2018.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do SAFE e do Ministério do Comércio da China.

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	4T 2018	01/19	02/19
Atividade									
PIB real	1,6	2,2	2,5	2,6	2,9	3,0	3,1	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,2	5,4	4,4	5,2	5,4	3,7	...	...
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	126,0	127,1	127,2	132,6	133,6	121,7	131,4
Produção industrial	–1,9	1,6	3,0	3,4	3,4	5,0	4,3	3,8	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,3	57,4	58,5	59,7	58,7	59,7	56,9	56,6	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.259	1.317	1.261	1.234	1.167	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	189	200	205	209	211	212	214	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,2	60,3	60,4	60,4	60,6	60,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,1	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	...
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	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	4T 2018	01/19	02/19
Atividade									
PIB real	0,6	1,9	2,4	1,2	1,4	0,1	0,0	–	...
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,5	44,4	43,7	43,4	42,9	41,9	...
Produção industrial	0,2	2,9	2,7	2,0	1,3	–0,1	0,7	0,0	...
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	...	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4	0,1	–0,2	–0,4	...
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	0,6	1,3	0,6	1,1	0,9	0,2	...
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	...

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	4T 2018	01/19	02/19
Atividade									
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	8,3	...	...
Produção industrial	6,1	6,6	6,2	6,6	6,6	6,0	5,7	...	...
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,7	51,0	51,6	51,1	49,9	49,5	49,2
Setor externo									
Balança comercial ¹	512	420	420	404	377	349	352	373	...
Exportações	–8,4	7,9	9,6	13,7	11,5	11,7	4,0	9,1	...
Importações	–5,7	16,3	13,4	19,4	20,6	20,4	4,4	–1,5	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3	2,2	1,7	...
Taxa de juro de referência ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,6	6,4	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7

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

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

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,0	1,7	1,7	1,1	1,7	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	4,2	3,1	2,4	0,7	-2,0	...	...
Confiança do consumidor	-8,6	-6,0	-3,8	-4,2	-5,3	-5,7	-6,9	-7,9	-7,4
Sentimento económico	104,1	110,1	113,7	113,2	111,8	110,9	108,9	106,3	106,1
PMI indústrias	52,5	57,4	59,7	58,3	55,5	54,3	51,7	50,5	49,2
PMI serviços	53,1	55,6	55,9	56,4	54,6	54,4	52,8	51,2	52,3
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,3	...	-	...
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	8,7	8,5	8,3	8,0	7,9	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	3,4	3,3	...	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,1	9,2	9,0	9,1	9,1	...	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,0	11,0	10,7	10,3	10,5	...	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,6	16,2	15,4	15,0	14,4	...	...

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	4T 2018	01/19	02/19
Inflação geral	0,2	1,5	1,4	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	...
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...

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	4T 2018	01/19	02/19
Balança corrente: Zona Euro	3,4	3,5	3,5	3,6	3,9	3,6	3,2	...	...
Alemanha	8,5	8,0	8,0	8,0	8,2	7,8	7,3	...	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,7	...	...
Itália	2,5	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	...	...	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,8	1,5	1,2	0,8	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,6	99,6	98,5	99,2	98,5	97,8	...

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	4T 2018	01/19	02/19
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	3,0	3,3	3,7	4,2	3,9	3,3	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,2	9,2	8,0	7,3	7,1	6,4	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,8	-2,7	-2,5	-2,2	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	...
Instrumentos negociáveis	2,4	1,4	-1,2	-5,8	-3,2	-5,6	-3,3	0,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	...	...

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

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

Portugal: numa fase mais madura do ciclo

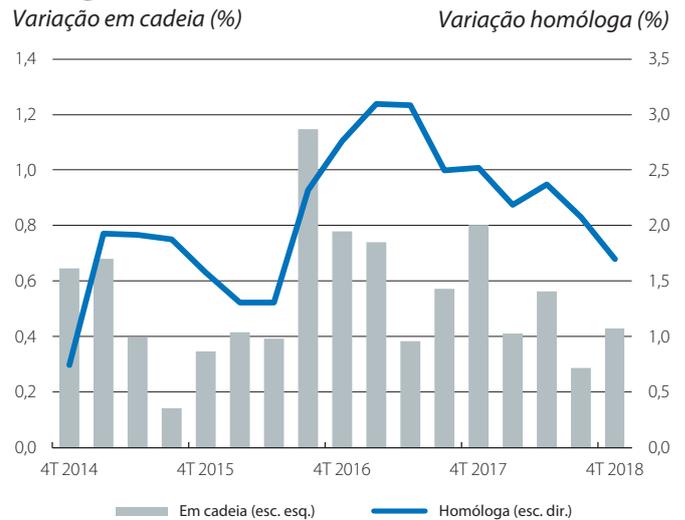
A economia cresceu 2,1% em 2018 e confirma a sua entrada numa fase mais madura do ciclo. Os dados relativos ao último trimestre de 2018 indicam que o PIB cresceu 0,4% em cadeia e 1,7% em termos homólogos no 4T, apoiado por uma forte procura interna que tira partido tanto do bom desempenho do consumo privado como do investimento. Por sua vez, a contribuição da procura externa foi negativa por causa dos entraves sofridos pelas exportações no final do ano (greve dos estivadores e rutura de stocks no setor automóvel). No respeitante ao 1T 2019, os indicadores são positivos, mas apresentam sinais mistos. Por um lado, os índices coincidentes de atividade do Banco de Portugal, que possuem uma forte correlação entre o crescimento do PIB e do consumo privado, sugerem que a atividade mantém um ritmo evolutivo semelhante ao do trimestre anterior. Em particular, tanto o indicador coincidente de atividade económica como o de consumo privado situaram-se em 1,8% em janeiro (1,7% e 1,9% na média do 4T 2018, respetivamente). Por outro lado, os índices de confiança do consumidor e da indústria continuaram a diminuir em janeiro, refletindo o aumento da prudência por parte das empresas e das famílias em relação à futura evolução da atividade. Em suma, o conjunto de indicadores mantém-se em níveis favoráveis e sugere um ritmo positivo de crescimento em 2019 (de 1,8% de acordo com a previsão do BPI Research).

O turismo de não residentes estabiliza em 2018. A atividade turística mostrou alguns sinais de desaceleração no último ano, com um crescimento do número de hóspedes não residentes na hotelaria de apenas 0,4% no conjunto de 2018. No entanto, a receita média por quarto disponível continuou a aumentar, sugerindo que a qualidade dos serviços turísticos em Portugal está a melhorar.

O mercado imobiliário dá sinais de desaceleração. O final de 2018 trouxe consigo os primeiros sinais de uma possível desaceleração do mercado imobiliário nacional, cujos últimos dados sugerem um abrandamento da procura de habitação. De forma particular, em dezembro, o indicador de confiança do setor, que abrange as expectativas dos promotores e dos agentes imobiliários sobre a evolução dos preços e das transações, registou uma queda significativa que poderia indiciar um abrandamento do mercado para os próximos meses. No entanto, os últimos dados sobre transações imobiliárias continuam em níveis elevados.

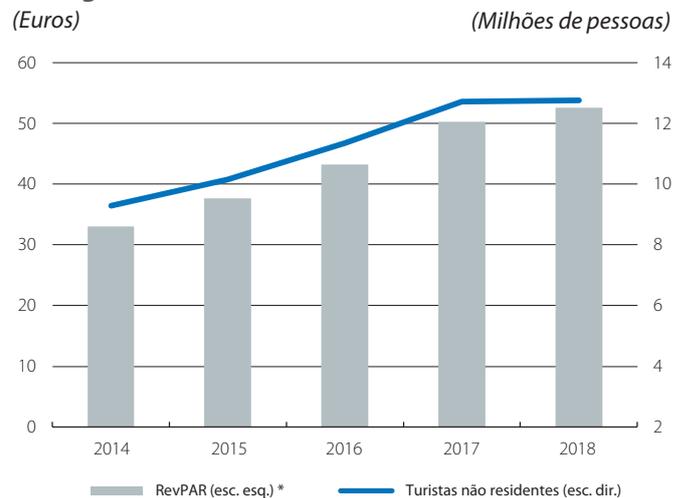
O setor externo voltou a entrar em défice em 2018. Especificamente, em dezembro, o saldo da balança corrente foi de -0,6% do PIB (acumulado de 12 meses), o que representa uma deterioração evidente do setor externo em 2018 em comparação com o superavit de 0,5 % registado em 2017. Embora o retorno a uma posição de défice não seja uma boa notícia, exis-

Portugal: PIB



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

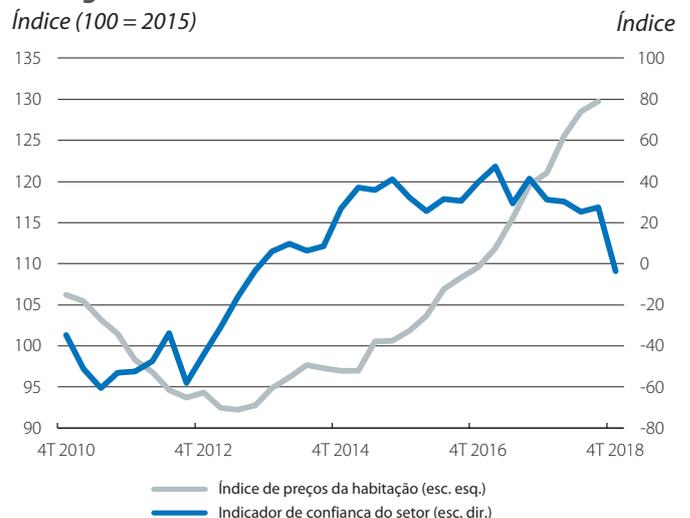
Portugal: atividade turística



Nota: * RevPAR: receita média por quarto disponível.

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

Portugal: mercado imobiliário



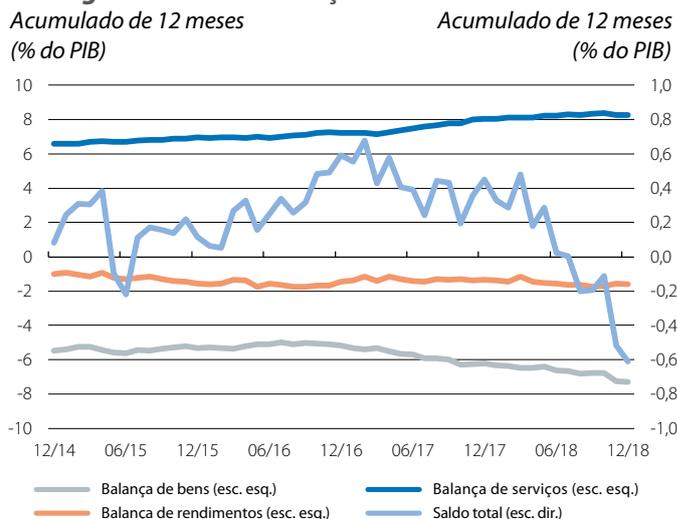
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal e da Confidencial Imobiliário.

tem elementos que sugerem que o grau de deterioração pode ser comedido. Por um lado, como referimos anteriormente, as exportações de bens sofreram o impacto negativo derivado de fatores temporários no final do ano, enquanto por outro lado as importações, que cresceram 8,0%, foram impulsionadas pelo aumento extraordinário das importações de bens de investimento (contribuição de +5,2 p. p. para a evolução total das importações). Por outro lado, as importações de bens de consumo e de combustíveis registaram uma tendência mais comedida (com uma contribuição de 1,6 p. p. e 1,3 p. p., respetivamente). Por sua vez, a balança de serviços mantém um superavit acentuado (8,3% do PIB em 2018), graças à força do turismo, apesar de esta rubrica também estar a mostrar sinais de desaceleração. Para 2019, espera-se que a deterioração da balança corrente estabilize e que a economia mantenha a sua capacidade de financiamento face ao exterior, dado que a balança de capitais continua a registar um saldo positivo que compensa largamente o défice da balança corrente.

O mercado de trabalho manteve a tendência positiva no último período de 2018. No 4T 2018, o número de pessoas empregadas aumentou em 78.100 em comparação com o 4T 2017, sendo que o número de pessoas com trabalho foi de 4.883.000. Da mesma forma, o ritmo de criação de emprego desacelerou para 1,6% em termos homólogos (+3,5% no 4T 2017), com maior destaque para os setores da Administração Pública e da educação. Por sua vez, a população desempregada no 4T 2018 diminuiu uns significativos 17,3% em termos homólogos e a taxa de desemprego estabilizou em 6,7% pelo terceiro trimestre consecutivo. Em conjunto, estes dados sugerem que o mercado de trabalho entrou numa fase mais madura do ciclo, sendo que, após a economia ter alcançado os bons níveis atuais, é de prever que tanto a criação como a redução de emprego percam alguma intensidade ao longo de 2019.

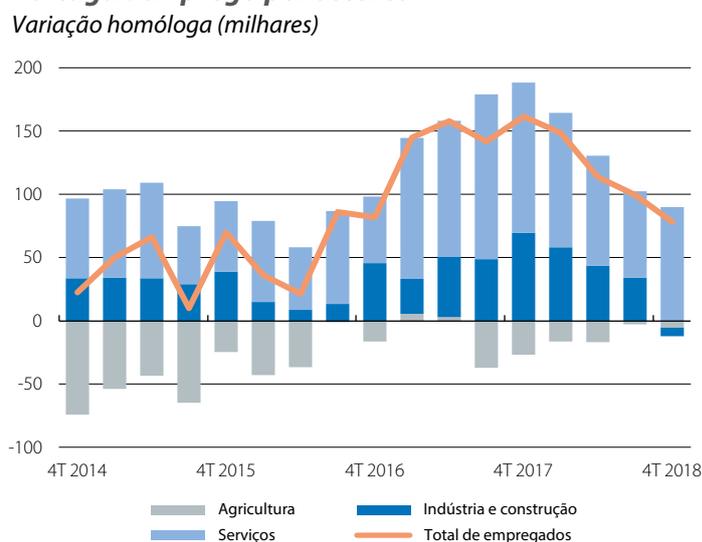
A carteira de crédito do setor privado diminuiu a sua contração em 2018. O crédito a particulares registou uma contração homóloga de 0,6% em dezembro de 2018, mercê da redução da carteira de crédito à habitação. Esta evolução ocorreu num contexto em que as novas operações cresceram significativamente em 2018 (19,6% homólogo, apesar do abrandamento registado em comparação com o ano anterior, de 41,4% homólogo). Por outro lado, a carteira de crédito ao consumo continuou a crescer de forma robusta com um registo homólogo de 10,5% em dezembro. No caso das empresas, a venda de carteiras de crédito de cobrança duvidosa voltou a afetar negativamente o volume de crédito: de facto, o *stock* de crédito caiu 4,6% homólogo em dezembro de 2018, sendo que teria aumentado 1,7% se excluíssemos este fator. No entanto, espera-se que esta dinâmica continue em 2019, pois o setor bancário vai continuar a vender carteiras de crédito de cobrança duvidosa para sanear balanços.

Portugal: saldo da balança corrente



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

Portugal: emprego por setores



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

Portugal: crédito ao setor privado

Dezembro de 2018

	Saldo (milhões de euros)	Varição homóloga (%)
Crédito a particulares	119.658	-0,6
Crédito à habitação	97.212	-1,7
Crédito ao consumo e outros fins	22.446	4,2
Consumo	15.310	10,5
Crédito às empresas	69.975	-4,6
Não promotores imobiliários *	65.140	-4,0
Promotores imobiliários *	6.098	-7,5
Crédito total ao setor privado **	189.633	-2,1

Notas: * Valores de novembro de 2018. ** Crédito concedido ao setor privado não financeiro.

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

Portugal: Agricultura, um setor ainda dual mas promissor

Há sinais de que o setor agrícola pode estar a entrar num novo período de expansão. Concretamente, há alterações na dimensão da propriedade, na formação dos produtores e na evolução da produtividade que apontam para que este seja um setor com elevado potencial de crescimento. Sinal disto tem sido a recuperação do valor acrescentado bruto (VAB) gerado pelo setor desde 2011, reforçando o seu peso na economia nacional. A primeira estimativa para 2018 indica que o VAB do ramo agrícola representa 1,7% do VAB nacional, mais 0,4 pontos percentuais desde 2011.

O setor é ainda dominado pela pequena propriedade – 70% das explorações têm menos de 5 hectares – e a estrutura etária dos produtores é envelhecida e com reduzido grau de escolaridade.¹ Este quadro reflete-se em menor produtividade face aos congéneres europeus, pois a produção média por hectare é de 1,4 mil euros em Portugal (2,4 e 1,7 mil euros na zona euro e Espanha, respetivamente); na produção média anual por trabalhador a diferença é ainda maior: 16,4 mil euros em Portugal contra 47,9 mil euros em Espanha e 57,2 mil euros na zona euro.

Mas há sinais de mudança. Por um lado, as estruturas agrícolas de maior dimensão (superior a 50 hectares)² estão a aumentar. E, embora ainda só representem 4% das explorações existentes, exploram 70% da superfície agrícola utilizada, apresentando níveis de produtividade superiores às restantes. Nestas explorações a produção por trabalhador é de 46.8 mil euros, o que compara com 31.1 mil euros por trabalhador nas explorações com dimensão entre 20 e 50 hectares.³ Por outro lado, o grau de formação aumentou. Cerca de 47% dos produtores têm formação específica no setor (cursos profissionais e formação secundária ou superior),⁴ um aumento significativo face a cerca de 16% em 2013.⁵ Adicionalmente observa-se o crescimento da agricultura em modo biológico, normalmente produtora de bens mais valorizados. Em 2015 este sub-setor agrícola cultivava 239,9 mil hectares – cerca de 23% da superfície cultivada –, um aumento de 25,6 mil hectares desde 2006.

1. Em 2018, 88% da população empregada na agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca tinha um nível de escolaridade igual ou inferior ao do 1º ciclo (INE).

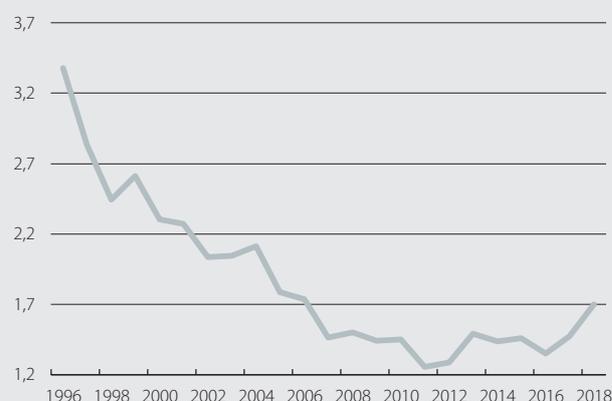
2. Em 2016 havia 10.395 unidades, mais 910 do que em 2007 (INE).

3. O grau de especialização é superior nas explorações de maior dimensão (INE).

4. Ministério da agricultura, gabinete de planeamento, políticas e administração geral. Último ano disponível: 2016.

5. Parte considerável desta melhoria explica-se porque desde 2013 os agricultores que compram, transportam e aplicam produtos fitofarmacêuticos serem obrigados a frequentar curso de aplicador de produtos fitofarmacêuticos.

Peso do VAB ramo agrícola no VAB nacional (% do VAB)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

Produção agrícola média por trabalhador (Média anual por país)



Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

Indicadores do setor agrícola Crescimento médio anual entre 2007-18 (%)

Indicador	Var. média anual
Superfície cultivada *	0,3
Produção (quantidade) *	7,4
Produtividade (kg por hectare) *	5,4
Produção (preços correntes)	1,6
VAB (preços correntes)	0,2
Investimento *	3,5
Rendimento da atividade agrícola por unidade de trabalho	4,6

Nota: * Último ano disponível para culturas agrícolas: 2017.

Fonte: BPI Research com base no INE e Eurostat.

As alterações na estrutura do setor refletem-se em ganhos de eficiência. No terceiro gráfico, observa-se que desde 2007 (ano anterior ao despoletar da crise financeira internacional) vários indicadores relativos à atividade no setor evoluíram positivamente: quantidade produzida, produtividade da superfície cultivada, investimento e rendimento da atividade no setor. Assim, de acordo com a informação disponível, em 2018 a produção agrícola atingiu os 7,6 mil milhões de euros, crescendo em média 1,6% por ano desde 2007 (menos do que na zona euro e do que em Espanha: 2,1% e 3,0% respetivamente). No quarto gráfico vê-se que a produção de fruta, produtos hortícolas e animais – que representam 62% da produção total – cresceram em termos médios anuais 4,5%, 2,6% e 1,5%, respetivamente, desde 2007. O azeite, embora represente apenas 1,8% da produção total em 2018, cresceu em média cerca de 7,0%/ano.

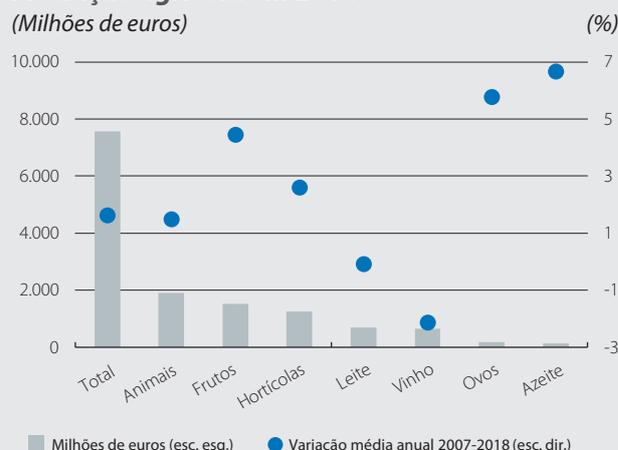
O crescimento do comércio a nível mundial, a adoção de dietas saudáveis e o esforço de internacionalização do setor foram importantes fatores na dinamização da atividade na agricultura. Desde 2007, as exportações de bens agrícolas registaram um crescimento médio anual de 9,6%, superior ao das exportações totais de bens (3,4%). As exportações de fruta – cerca de metade das exportações de bens agrícolas – são as principais responsáveis pelos avanços registados, observando-se comportamentos interessantes em alguns produtos. Concretamente, as exportações de frutos vermelhos, citrinos e frutos secos aumentaram, em termos médios anuais 33,1%, 24,7% e 6,3%, respetivamente. A exportação de azeite cresceu em média 14,6% no período. Na produção animal, a exportação de carne aumentou, em média 12,7% por ano na última década. No contributo dado ao incremento da produção agrícola não pode ser esquecida importância das exportações dos produtos derivados da indústria alimentar, setor a montante do setor agrícola, e que representa cerca de 9% das exportações de bens.

Efetivamente, o comércio internacional continuará a ser um importante fator de dinamização da atividade agrícola. Embora a esperada desaceleração da procura externa em 2019 se possa refletir num crescimento mais moderado das exportações de bens agrícolas, há desenvolvimentos que apontam para que a maior internacionalização do setor se consolide. Destes destaca-se o esforço de penetração em novos mercados, referindo-se os casos da China, do Japão e da Índia;⁶ as vantagens comparativas de localização, relacionadas por exemplo com as condições climáticas do país, que permitem a disponibilização de

6. No caso da China em 2018 foi obtida autorização para a exportação de carne e está em fase de finalização as negociações para obtenção de licença de exportação de uvas. No Japão, a partir de fevereiro de 2019 entra em vigor o novo acordo de parceria económica que se espera ter impacto positivo nas exportações de vinho, queijo e carne. Na Índia há notícias de que no final de 2018 foram alcançados acordos para a exportação de maçãs e peras.

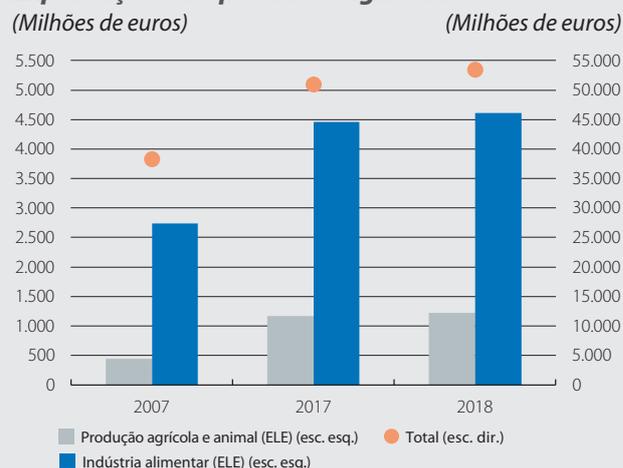
produtos no mercado mais cedo (sobretudo hortícolas e frutas) e que tem vindo a dar suporte, por exemplo, à boa evolução das exportações para países do centro e norte da Europa; ou até a formalização de contratos pontuais entre produtores e empresas internacionais que operam na área do retalho alimentar. De forma mais lenta, mas cujos frutos tenderão a ser visíveis no quadro agrícola nacional são os passos dados por alguns agricultores no campo da agricultura inteligente. Este será um campo de desenvolvimento fundamental para aumento da criação de riqueza pelo setor.

Produção agrícola em 2018



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

Exportações de produtos agrícolas



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19	02/19
Índice coincidente para a atividade	2,9	2,1	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	1,8	...
Indústria										
Índice de produção industrial	4,0	-0,1	0,5	-1,7	-1,4	0,2	-3,4	-1,0	-3,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	0,5	0,6	-0,6	-0,2	-1,0	-0,6	-1,0	-1,3
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,6	19,1	11,7	13,3	19,1	...	...	19,1	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	...	23,7	18,4	...	...	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - taxação)	5,1	5,8	6,1	6,2	6,1	6,2	6,2	6,1	6,3	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	12,1	0,4	7,6	3,8	0,8	1,2	0,7	0,4	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	12,6	16,9	12,6	13,3	12,3	12,2	15,7	16,0
Consumo										
Vendas no comércio a retalho	4,1	3,9	2,6	2,3	4,7	5,9	4,3	3,8	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,6	2,4	2,6	2,2	1,9	2,0	1,9	1,9	1,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-0,1	0,6	2,8	-0,2	-1,7	-1,1	-1,8	-2,2	-7,2	-8,3
Mercado de trabalho										
População empregada	3,3	2,3	2,4	2,1	1,6	1,9	1,5	1,5	1,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,7	6,6	6,7	6,6	6,7	...
PIB	2,8	2,1	2,5	2,1	1,7	...	...	1,7	...	...

Preços¹

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19	02/19
Inflação geral	1,4	1,0	1,0	1,4	0,8	1,0	0,9	0,7	0,5	0,9
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,6	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6	0,8	1,0

Sector externo

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19	02/19
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,4	7,0	5,3	6,4	4,7	5,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,1	8,0	9,6	8,5	8,0	7,2	7,4	8,0	...	...
Saldo corrente	0,9	-1,2	0,0	-0,4	-1,2	-0,2	-1,0	-1,2	...	...
Bens e serviços	3,5	2,0	3,1	3,1	2,0	3,2	2,1	2,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-3,2	-3,1	-3,5	-3,2	-3,4	-3,1	-3,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,7	0,9	1,9	1,6	0,9	1,8	1,0	0,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	10/18	11/18	12/18	01/19	02/19
Depósitos²										
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,3	4,4	4,2	3,8	4,0	4,7	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	15,3	13,6	14,6	13,5	14,0	16,2	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-2,9	-2,1	-3,1	-2,9	-3,1	-3,3	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	-0,8	1,0	-9,9	2,2	0,5	-32,3	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,0	4,2	3,4	3,7	3,8	2,7	...	...
Saldo vivo de crédito²										
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,8	-1,4	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-3,8	-3,7	-4,5	-4,6	-4,4	-4,6	...	...
Famílias - habitações	-3,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,3	-1,1	-1,1	-1,7	...	...
Famílias - outros fins	0,9	4,5	4,1	5,8	5,2	6,1	5,3	4,2	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	14,8	-12,4	-11,6	-11,2	-10,6	-12,9	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-1,2	-1,9	-2,3	-2,1	-2,1	-2,6	...	...
Taxa de incumprimento (%)³	13,3	...	11,7	11,3	...	...	...	...	...	...

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.

Ligeiro abrandamento do crescimento

Os indicadores de atividade mostram que o setor industrial está a atravessar um momento difícil. Para a totalidade de 2018, o PIB espanhol registou um crescimento robusto de 2,5% e sensivelmente superior à média da Zona Euro (de 1,8%). Para 2019, espera-se que o crescimento da economia espanhola mantenha um maior dinamismo do que as principais economias da Zona Euro, embora deva diminuir ligeiramente para 2,1%. Este abrandamento do crescimento explica-se tanto pelo menor impulso cíclico como pelo menor dinamismo do setor externo, ambos inseridos num contexto global de incerteza elevada. Neste sentido, os indicadores mais recentes de atividade evidenciam sinais mistos. Por um lado, os indicadores de atividade para o setor dos serviços mostraram uma tendência positiva, tal como reflete o índice PMI dos serviços de janeiro, que subiu 0,7 pontos, para 54,7 pontos. Em contrapartida, os indicadores homólogos do setor industrial mostraram que o setor está a atravessar um momento difícil. Prova disso é a produção industrial que, em dezembro, caiu 6,2% – a maior queda desde dezembro de 2012 – ou o volume de negócios do setor industrial que, em dezembro, também perdeu 2,5 p. p. e permaneceu estagnado (média móvel de três meses). Este comportamento desfavorável do setor deve-se, em parte, ao desempenho do setor energético – um setor particularmente volátil – e, em menor medida, ao setor automóvel, afetado por alterações a nível europeu e pela deterioração da procura externa.

O mercado de trabalho arrancou em 2019 com contenção. O número de inscritos na Segurança Social aumentou em 38.179 pessoas em janeiro (dados ajustados de sazonalidade), uma evolução inferior à de janeiro de 2018 (58.758). Desta forma, o ritmo de criação de emprego recuou para 2,9% em termos homólogos, após a ligeira aceleração registada em dezembro (3,1%). Por setores, o emprego nos serviços cresceu 2,9% homólogo em janeiro (3,1% em dezembro), a construção manteve a sua tendência positiva com 6,3% homólogo e a indústria cresceu 1,6% em termos homólogos, mantendo a desaceleração gradual observada em 2018. No entanto, a criação de emprego atingiu as 537.269 pessoas no acumulado dos últimos 12 meses, um dado positivo que se une à boa evolução do Inquérito de População Ativa (EPA) e aos dados contabilísticos nacionais do 4T 2018. Para os próximos meses esperamos que esta melhoria continue, embora com taxas mais moderadas.

O setor externo soma o seu sexto ano consecutivo com superavit, mas continua a perder peso. Em dezembro de 2018, a balança corrente registou um superavit de 0,8% do PIB (acumulado de 12 meses), embora claramente abaixo dos 1,8% de dezembro de 2017. Desta diminuição de 1,0 p. p. do PIB, 3 décimas correspondem ao aumento do preço do petróleo, 4 à deterioração da balança de bens não energéticos e as restantes à queda registada na balança de serviços, especialmente os não turísticos, embora o superavit turístico também

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado

Variação homóloga (%)

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Emprego e Segurança Social espanhol.

Espanha: saldo da balança corrente

Acumulado de 12 meses (% do PIB)



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

tenha diminuído ligeiramente, devido ao aumento das importações (espanhóis que viajam para o estrangeiro). Em 2019, o BPI Research prevê que a deterioração do setor externo seja muito menor (0,2 p. p. do PIB) e que se mantenha com superavit, suportado nos lucros da competitividade e na estabilização do preço do petróleo.

Confirmada a prorrogação do orçamento público para 2019.

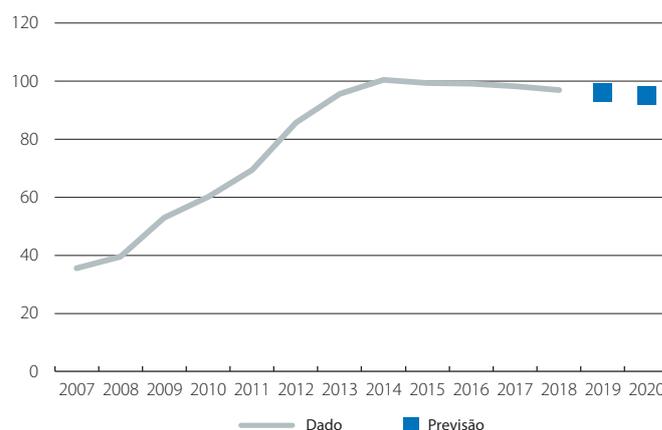
No final de 2018, a dívida das Administrações Públicas atingiu os 1,17 biliões de euros, um valor que corresponde a 97,0% do PIB e que representa uma redução de 1,1 p. p. em relação aos dados do final de 2017. Apesar desta diminuição, o nível da dívida pública permanece em níveis elevados, não muito afastado do máximo alcançado em 2014 (100,4% do PIB). Neste sentido, o chumbo do Orçamento Geral do Estado para 2019 apresentado pelo Governo espanhol por parte do Congresso dos Deputados, fez com que o orçamento de 2018 prolongasse para este ano. Isto, somado ao facto de que algumas das principais medidas de despesa do governo (reformas indexadas ao IPC ou o aumento do salário dos funcionários públicos) já foram aprovadas, enquanto as medidas de receitas ainda não o foram, sugere que em 2019, o défice público será provavelmente um pouco mais elevado do que o previsto anteriormente (a nova previsão do BPI Research situa-o em 2,3%).

O setor imobiliário mantém a tendência positiva em 2018. O preço da habitação, divulgado pelo Ministério do Fomento espanhol (com base nas avaliações), acelerou o seu ritmo no 4T 2018 e aumentou 3,9% em termos homólogos (3,2% no 3T 2018), representando um aumento dos preços de 3,4% no conjunto do ano (2,4% em 2017). Esta evolução ocorreu num contexto em que a procura de habitação prossegue em alta. Para o conjunto do ano de 2018 foram vendidas 515.051 unidades, mais 10,1% do que em 2017, com destaque especial para a compra e venda de nova habitação, que cresceu 11,1% em 2018 e ultrapassou pela primeira vez desde 2007 o crescimento anual da compra e venda de habitação de segunda mão (9,9%). As perspetivas para o setor continuam favoráveis em 2019. Assim, a compra e venda e os preços da habitação vão manter um crescimento considerável, embora ligeiramente menor do que o registado no ano passado, em linha com a evolução do conjunto da economia.

A nova concessão de crédito evolui a um ritmo sólido. Em 2018, a nova concessão de crédito às famílias e empresas permaneceu robusta, embora ligeiramente abaixo do crescimento de 2017. A nova concessão de crédito às famílias cresceu 14,7% (16,7% em 2017) e, após oito anos de contração, permitiu a estabilização do crédito total às famílias. A nova concessão às empresas cresceu 8,6% (9,7% em 2017), embora o conjunto da carteira total de empresas tenha caído 6,9% em 2018, uma queda principalmente motivada pelas vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa (com a exclusão deste impacto, teria caído 2%). Como resultado da diminuição do crédito de cobrança duvidosa, o rácio de incumprimento situou-se em 5,8% no final de 2018, longe do máximo histórico de 13,6% alcançado em 2013.

Espanha: dívida pública

(% do PIB)



Nota: O dado para 2018 é uma estimativa do BPI Research com base no PIB nominal e no total da dívida pública no final de 2018.

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

Espanha: relógio imobiliário

Variação anual das vendas de habitação (%)

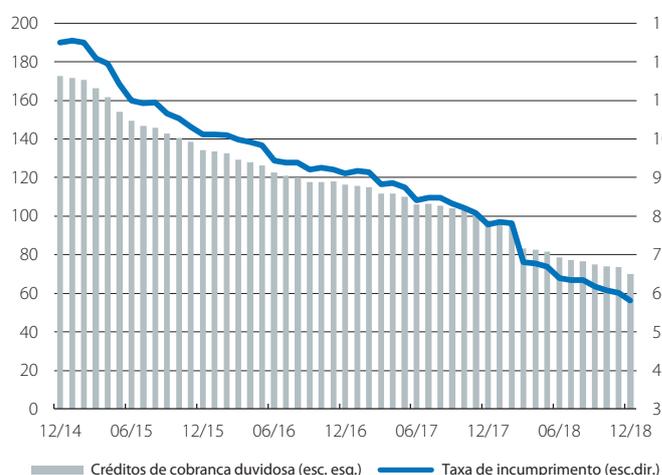


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

Espanha: taxa de incumprimento e crédito malparado

(Milhares de milhões de euros)

(%)



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

O que esconde a contratação

Em 2018 foram assinados em Espanha 22,3 milhões de contratos de trabalho, um número recorde representativo de seis anos de aumentos consecutivos e que se situa bem acima dos 17,8 milhões de contratos assinados em 2007. Apesar da contratação ter crescido mais de 21% do que antes da crise, o número de inscritos na Segurança Social situava-se em 19 milhões no final do ano passado, um valor muito semelhante ao de 2007 (19,4 milhões). Qual é a razão para este contraste?

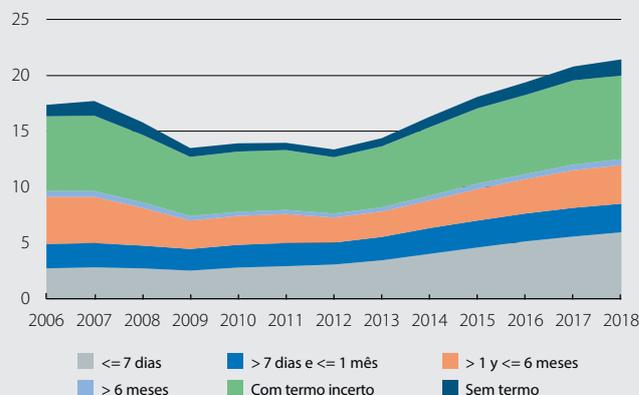
Os dados de contratação do SEPE (Serviço Público de Empleo Estatal espanhol) registam todos os contratos assinados num determinado ano (ver o primeiro gráfico). Através desta informação podemos observar como os contratos sem termo apresentaram um registo positivo em 2018: foram assinados 1,5 milhões de contratos sem termo e, além disso, cerca de 0,8 milhões de contratos a prazo converteram-se em contratos sem termo. Desta forma, foram assinados mais contratos sem termo em 2018 do que em 2007 (2,2 milhões). Esta melhoria na contratação sem termo tem sido constante desde 2012 e reflete-se no número de inscritos na Segurança Social:¹ o número de inscritos com contratos sem termo atingiu os 8,8 milhões em 2018, um aumento de mais de 400.000 num ano, que evidencia a melhoria do mercado de trabalho em Espanha.

No entanto, o dado menos positivo provém do lado da contratação a prazo.² O número de contratos a prazo assinados em 2018 (20 milhões) é 22% maior do que em 2007, embora o número total de dias contratados seja 22% menor. Isto deve-se ao aumento contínuo de contratos de duração muito curta. Em particular, 28% dos contratos assinados no ano passado tinham uma duração de uma semana ou menos, e quase 40% tinham uma duração de um mês ou menos, 12 p. p. superior à de 2007 em ambos os casos. Ao mesmo tempo, foi possível verificar a redução tanto da proporção de contratos a prazo com uma duração superior a um mês, como da dos contratos com termo incerto, que são principalmente contratos a prazo para a realização de uma determinada tarefa, função ou serviço e contratos intercalares. A consequência foi uma redução acentuada da duração dos contratos a prazo (de 79 dias em média em 2007, para 52 em 2018) e um aumento na rotação dos postos de trabalho. Além disso, os jovens e os trabalhadores pouco qualificados são os mais propensos a

1. Os dados de contratação informam sobre as relações de trabalho criadas, sendo que um mesmo trabalhador pode ter várias relações de trabalho num ano. Os dados sobre o número de inscritos na Segurança Social correspondem ao número de trabalhadores que têm um contrato de trabalho num determinado momento.
2. Reduzir a elevada temporalidade é um dos principais desafios do mercado de trabalho em Espanha, devido ao seu impacto negativo em várias áreas, incluindo a produtividade. Ver o Focus «Como a modalidade de contrato afeta a produtividade?» na IM03/2016.

Espanha: contratos assinados em função da duração do contrato

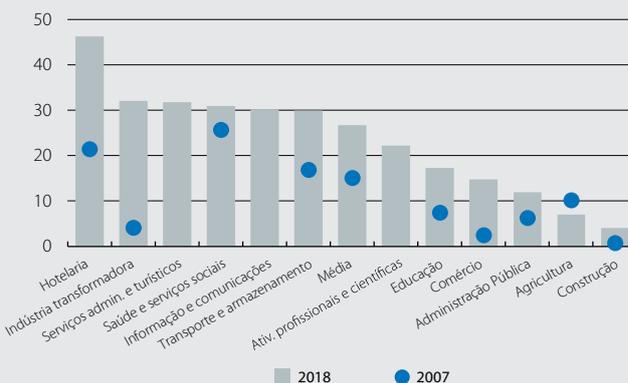
Número (milhões)



Fonte: BPI Research, a partir das estatísticas dos contratos do SEPE espanhol.

Espanha: contratos de curta duração por setores *

(% sobre o total de contratos)



Nota: * Corresponde a contratos com uma duração igual ou inferior a uma semana. Setores com maior utilização da contratação temporária em 2018.

Fonte: BPI Research, a partir das estatísticas dos contratos do SEPE espanhol.

este tipo de contratos a prazo de duração muito curta, dado que normalmente estão ligados a episódios de desemprego ou inatividade.

Surpreendentemente, a utilização de contratos a prazo de duração muito curta aumentou em quase todos os setores (ver o segundo gráfico). A sua incidência é maior em setores de maior sazonalidade, como são o das atividades artísticas ou da hotelaria e restauração, mas mesmo num setor tradicionalmente mais estável em termos de emprego, como é o caso da indústria, os contratos com menos de uma semana representavam 32% dos contratos assinados em 2018 (apenas representavam 4% em 2007). Este aumento acentuado do número de contratos de duração muito curta não se refletiu no Inquérito à População Ativa (EPA), que pende para uma direção de agregação tempo-

rária deste tipo de contratos no EPA,³ o que explicaria porque é que a taxa de temporalidade padrão, que passou de 23,4% em 2012 para 26,8%, segundo os dados do EPA, não captou todo o aumento registado em empregos de curta duração.⁴

Convém salientar que a maior utilização de contratos a prazo de curta duração não está ligada à crise económica. A sua utilização tem aumentado de forma contínua há mais de duas décadas e está sujeita à fragmentação da produção em tarefas mais limitadas, uma dinâmica facilitada por fatores estruturais, como a redução dos custos de transporte e a mudança tecnológica.^{5,6} Por exemplo, as pequenas e médias empresas participam cada vez mais em cadeias de valor globais, devendo adaptar a produção a uma procura variável em qualquer momento, mas precisam de uma estrutura de trabalho flexível para a poder levar a cabo. Neste sentido, a mudança tecnológica também facilita o ajustamento das políticas de contratação, para que a duração das relações de trabalho corresponda à duração das necessidades específicas de emprego da empresa em cada momento. Assim, de alguma forma, estes contratos são mais parecidos com o «emprego on-demand» da economia *gig*, que efetua um *matching* de oferta e procura de emprego em tempo real.⁷

Uma maior adaptação da contratação às necessidades do quadro de pessoal de uma empresa pode ser positiva para a competitividade da mesma.⁸ No entanto, deve ser efetuada uma diferenciação entre a necessidade real de um emprego a curto prazo que vá ao encontro da necessidade temporária durante o processo produtivo e uma utilização injustificada, devido às externalidades negativas que esta situação acarreta. O trabalhador corre o risco de ficar preso a contínuos contratos a prazo de duração muito curta, com constantes entradas e saídas entre emprego, desemprego e inatividade, com custos em termos de rendimento e cobertura social. Além disso, em termos de produtividade, o uso excessivo deste tipo de contratos a pra-

zo de curta duração pode ser contraproducente tanto para o trabalhador como para a empresa a médio prazo, dado que dificilmente a mesma investirá na formação e em capital humano. Da mesma forma, uma rotação excessiva pode ser negativa para o erário público, reduzindo as contribuições sociais cobradas e aumentando a despesa aliada aos subsídios de desemprego.

Evitar uma utilização inadequada dos contratos a prazo de curta duração nas relações de trabalho que se prolongam ao longo do tempo não é uma tarefa fácil. A decisão de aumentar o custo deste tipo de contratos foi tomada várias vezes, embora nem sempre tenha atingido os efeitos desejados. Desde 2001 que os descontos da empresa para a Segurança Social em matéria de contingências comuns em contratos com uma duração inferior a uma semana é 36% superior aos restantes contratos⁹ e em dezembro de 2018, o governo aumentou este diferencial para 40% para contratos de cinco ou menos dias. Em França, onde foi implementada uma medida semelhante, Pierre Cahuc e os seus coautores¹⁰ demonstram que o aumento das contribuições para a Segurança Social deste tipo de contratos reduziu a duração média dos mesmos – ou seja, o efeito oposto ao pretendido – dado que as contribuições mais elevadas aumentam os custos de mão-de-obra e acabam por reduzir a procura agregada de emprego. Por conseguinte, parece que uma via de ação mais eficaz seria evitar o abuso da utilização de contratos a prazo de curta duração. Da mesma forma, deveria ser efetuada uma análise para verificar se as diferenças nas indemnizações por despedimento, dependendo do tipo de contrato, podem estar a afetar a utilização de contratos a prazo de curta duração. Tudo isto com o intuito de alcançar um mercado de trabalho mais justo, com menos dualidade.

3. Ver Felgueroso, F., García-Pérez, J. I., Jansen, M. e Troncoso-Ponce, D. (2018). «The Surge in Short-Duration Contracts in Spain». De Economist, 1-32.

4. Este tipo de situação é frequente nos inquéritos de população ativa, nos quais, ao ser questionada a situação profissional durante a semana de referência, os trabalhos realizados fora desse período não são capturados.

5. Ver o Dossier «Crescimento inclusivo: criar oportunidades para todos» na IM01/2019 para uma análise detalhada sobre como estes fatores estão a afetar o crescimento económico.

6. OCDE (2017), «How technology and globalisation are transforming the labour market», OECD Employment Outlook 2017.

7. Ver De Stefano, V. (2015). «The rise of the “just-in-time workforce”: On-demand work, crowdwork, and labour protection in the “gig-economy”». Comp. Lab. L. & Pol’y J., 37, 471. Igualmente, para mais informação, consulte o artigo «A economia da partilha e o mercado de trabalho» no Dossier da IM07/2018.

8. Ver Bentolila, S., «Temporalidad: ¿buenas intenciones con malos resultados?», blogue Nada es Gratis, <http://nadaesgratis.es/bentolila/temporalidad-buenas-intenciones-con-malos-resultados>

9. Lei 12/2001, de 9 de julho, sobre medidas urgentes para a reforma do mercado de trabalho visando o aumento do emprego e a melhoria da sua qualidade.

10. Ver Cahuc, P., Charlot, O., Malherbet, F., Benghalem, H. e Limon, E. (2016). «Taxation of Temporary Jobs: Good Intentions with Bad Outcomes?». IZA Discussion Paper n.º 10352.

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	12/18	01/19	02/19
Indústria									
Índice de produção industrial	1,9	3,2	2,7	0,9	0,4	-2,9	-6,6	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	2,8	1,2	-2,6	-1,9	-3,4	-4,0	-5,2
PMI da indústria (valor)	52,8	54,8	55,3	53,7	52,4	51,8	51,1	52,4	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	28,1	25,8	23,9	24,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	14,1	15,8	15,6	13,1	10,9	10,1	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	2,7	3,8	3,2	3,9	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	8,2	5,3	1,5	0,9	1,1	1,0	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	56,8	55,8	52,6	54,0	54,0	54,7	...
Consumo									
Vendas a retalho	3,8	0,9	1,8	0,1	-0,2	1,3	0,8	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	11,4	7,9	11,8	9,2	17,0	-7,6	-3,5	-8,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-6,3	-3,4	-3,9	-3,0	-3,7	-6,2	-7,2	-6,9	-5,4
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	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 ²	3,0	3,6	3,4	3,1	2,9	3,0	3,1	2,9	...
PIB	3,2	3,0	2,8	2,5	2,4	2,4	-	-	-

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	12/18	01/19	02/19
Inflação geral	-0,2	2,0	1,0	1,8	2,2	1,7	1,2	1,0	1,1
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	0,8	...

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	12/18	01/19	02/19
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	5,8	5,2	4,5	2,9	2,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	6,6	6,9	6,2	5,6	5,6	...	...
Saldo corrente	25,2	21,5	20,8	17,9	13,8	10,1	10,1	...	...
Bens e serviços	36,0	33,6	33,5	29,8	25,7	22,1	22,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,7	-12,1	-12,7	-12,0	-11,9	-12,0	-12,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	27,8	24,2	23,8	21,2	17,3	14,0	14,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	12/18	01/19	02/19
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	2,5	3,0	3,4	3,7	4,0	4,9	...
À vista e poupança	16,0	17,6	12,3	11,0	10,3	10,0	9,7	10,5	...
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-23,1	-20,7	-18,7	-16,8	-15,9	-14,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	-14,2	-8,7	16,7	17,6	10,4	16,9	16,3	17,4	...
TOTAL	1,2	1,9	3,2	3,8	3,8	4,5	4,7	5,6	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,6	-2,3	-2,2	-2,8	-2,2	-2,2	-2,6	-2,8	...
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-4,4	-6,4	-5,6	-5,7	-6,5	-7,0	...
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,4	-2,0	-1,7	-1,4	-1,4	-1,2	...
Famílias - outros fins	2,0	3,6	4,9	5,1	5,7	4,7	4,2	4,4	...
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-12,5	-9,4	-8,9	-11,8	-11,7	-11,2	...
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,9	-3,2	-2,7	-2,8	-3,2	-3,3	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	9,1	7,8	6,8	6,4	6,2	5,8	5,8	...	...

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

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

Um mundo de gigantes

Nas duas últimas décadas assistimos ao surgimento de um número relativamente pequeno de mega empresas globais, denominadas *superstars* (super estrelas), que se destacam por terem absorvido uma parte substancial do valor criado nos mercados em que operam. Alguns números ajudam a destacar a importância deste fenómeno (conhecido como *winner-take-all*). Atualmente, quase 6.000 empresas no mundo – todas com receitas anuais que ultrapassam os 1.000 milhões de dólares – geram 66% das receitas e dos lucros corporativos globais. E, entre as mesmas, 600 capturam 80% do lucro económico criado no mundo inteiro.¹ Como se distribuem estas empresas de forma geográfica e setorial? Qual é a combinação de fatores na qual se baseia o seu sucesso? Estas são algumas das questões que analisamos a seguir.

A evidência

Nos últimos anos, uma parte crescente da literatura económica concentrou-se em documentar o fenómeno das super estrelas, as suas causas e as suas implicações² na estrutura competitiva dos mercados em particular e nas relações económicas de forma geral. Embora os resultados sejam diferentes entre os estudos, e a evidência continue a ser incompleta, o surgimento de super estrelas está a ter um impacto significativo em várias dimensões.

Ranking das maiores empresas para 2018 (segundo a Fortune Global 500)



Nota: Cada círculo no mapa indica a localização da sede de cada empresa na lista. O tamanho do círculo representa as receitas da empresa.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Fortune Global 500.

Em primeiro lugar, as evidências sugerem que a concentração empresarial aumentou consideravelmente nos últimos 20 anos.³ Isto é particularmente verdade no caso dos EUA, onde a concentração – medida através do índice Herfindahl-Hirschman – aumentou em 75% dos setores desde 2000,⁴ enquanto os resultados variam de acordo com o país analisado.⁵

Em segundo lugar, encontramos cada vez mais super estrelas em mais regiões. Como é possível observar no mapa em anexo, grande parte das 500 maiores empresas do mundo – segundo o ranking para 2018 da revista americana *Fortune* – possuem a sua sede em países avançados, sendo que os países emergentes já concentram cerca de 30% destas mega empresas. Pode parecer pouco, mas, em 2005, apenas 7% destas super empresas tinham a sua sede em economias emergentes.

Finalmente, em terceiro lugar, embora este fenómeno seja particularmente acentuado em setores intensivos em conhecimento – como o da tecnologia – hoje encontramos super estrelas em cada vez mais setores. Neste sentido, o economista do MIT David Autor e os seus coautores⁶ concluem que nos EUA este fenómeno ocorre de forma generalizada na maior parte dos setores, enquanto outros estudos recentes também mostram que, globalmente, podemos encontrar super estrelas em cada vez mais setores económicos.

O que é que caracteriza estas empresas?

As super estrelas diferenciam-se, em primeiro lugar, por serem mais globais. De facto, as evidências sugerem que, nas duas últimas décadas, estas empresas expandiram rapidamente os seus investimentos globais e as suas vendas para o exterior. Especificamente, de acordo com as Nações Unidas, as maiores empresas aumentaram significativamente a proporção de vendas para o resto do mundo (cerca de 55% do total em 1995 para 70% em 2015) e a proporção dos seus ativos no estrangeiro (de cerca de 47% do total dos ativos em 1995 para pouco mais de 65% em 2015).⁷

Estas empresas super estrela também são digitalmente mais maduras e tendem a investir intensamente em ativos intangíveis, como a propriedade intelectual e o capital humano e organizativo.⁸ Assim, estas empresas destacam-se pelas suas boas práticas

1. Ver Manyika, J., Ramaswamy, S., Bughin, J., Woetzel, J., Birshan, M. e Nagpal, Z. (2018). «Superstars: The dynamics of firms, sectors, and cities leading the global economy». McKinsey Global Institute (MGI) Discussion Paper.

2. Para mais informação, consulte o artigo «Super estrelas, concorrência e consequências» neste mesmo Dossier.

3. Ver Calligaris, S., Criscuolo, C. e Marcolin, L. (2018). «Mark-ups in the digital era», OECD Publishing n.º 2018/10.

4. Ver, entre outros, Grullon, G., Larkin, Y. e Michaely, R. (2018). «Are US industries becoming more concentrated?» Forthcoming, Review of Finance.

5. Ver OCDE (2018). «Market Concentration – Note by the United States, Hearing on Market Concentration», OECD June.

6. Ver Autor, D., Dorn, D., Katz, L. F., Patterson, C., e Van Reenen, J. (2017). «The fall of the labor share and the rise of superstar firms». National Bureau of Economic Research.

7. United Nations Conference on Trade and Development (2017). «World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy». UNCTAD.

8. Os intangíveis podem ser divididos em quatro grandes grupos: (i) informação digitalizada (por exemplo, software), (ii) propriedade intelectual (patentes, copyrights, despesa em I+D), (iii) capital humano e (iv) capital organizacional. Para mais informação, consulte o artigo «Intangíveis: o novo investimento na era do conhecimento» no Dossier da IM11/2014.

organizacionais e de gestão, que em muitos casos se reflete na sua capacidade de selecionar e executar investimentos importantes e coordenar projetos complexos.⁹ A sua intensidade de investimento em capital intangível dá-lhes uma vantagem competitiva importante sobre o resto da concorrência. Em primeiro lugar, porque embora os intangíveis exijam um investimento inicial elevado, são facilmente escaláveis (podem ser reproduzíveis com um custo marginal zero, o que produz retornos crescentes de escala)¹⁰ e, em muitos casos, o sistema legal impede (por exemplo, através de patentes) que outras empresas se apropriem dos mesmos de forma gratuita. E, em segundo lugar, porque os ativos intangíveis costumam complementar-se entre os mesmos.¹¹ Por exemplo, existem estudos que mostram que o investimento em tecnologia da informação (por exemplo, um *software* analítico) é mais eficaz quando é acompanhado por uma boa gestão (tais como os processos de trabalho bem delineados).¹² É por isso que é difícil para as empresas imitar as super estrelas. Da mesma forma, devido às suas capacidades tecnológicas e de gestão, não deveria surpreender que estas empresas tendam a ser mais produtivas do que as restantes.¹³

Fatores que estão por trás do sucesso

Agora que caracterizámos este tipo de empresas, podemos perguntar quais foram os fatores que impulsionaram a expansão destas super empresas. Neste sentido, identificámos três fatores principais: a globalização, as novas tecnologias e a regulação.

Em primeiro lugar, à medida que a globalização progrediu e os mercados se integraram, tornou-se mais fácil para muitas empresas operar em vários países e regiões. Em particular, muitas empresas aproveitaram os avanços tecnológicos e a redução das barreiras comerciais para se expandirem rapidamente para novos mercados e/ou para dividir as suas operações em vários países (criando assim cadeias globais de valor) e conseguir reduções significativas nas suas despesas de produção. Isto conferiu-lhes uma enorme vantagem competitiva e o desenvolvimento de modelos de negócio muito difíceis de replicar pela concorrência.

Em segundo lugar, as mudanças tecnológicas estão a facilitar a expansão do fenómeno *winner-take-all* a um número crescente de setores. Por um lado, as mudanças tecnológicas ajudaram a reduzir os atritos nos mercados de produtos entre os países. Em particular, a digitalização e a Internet reduziram drasticamente os custos de pesquisa, comunicação e transporte, especialmente para os bens digitais (cujo custo marginal de reprodução e distribuição está perto de zero). Tudo isto facilitou às empresas – especialmente as mais maduras digitalmente – entrar noutros mercados com maior intensidade, dado que podem oferecer os seus produtos e serviços a consumidores de outras partes do mundo, sem precisar de efetuar um grande investimento em capital físico. Por sua vez, a digitalização facilita a exploração dos efeitos de rede – aquelas forças que fazem com que o interesse do consumidor de um bem ou serviço aumente à medida que a base de utilizadores aumenta. Neste sentido, as super estrelas, especialmente tecnológicas, estão a explorar muito bem estes efeitos, a fim de servir e conquistar rapidamente mercados globais.

Finalmente, em terceiro lugar, devemos sublinhar o papel da regulação. Em particular, uma maior exigência regulamentar introduziu barreiras à entrada nalguns mercados, mesmo sem querer. Neste sentido, como as grandes empresas são as que contam com mais meios (por exemplo, pessoal especializado) para atender às exigências regulatórias cada vez mais complexas (que atuam como custo fixo), isto coloca-as numa posição favorável face às empresas mais pequenas. Além disso, apesar destas empresas terem atingido a sua posição dominante no mercado pelos seus próprios méritos, possuem incentivos e facilidades para consolidar a sua posição, através da procura de proteção reguladora (como o *lobbying*) ou através da compra de empresas que podem desafiar a sua posição dominante no mercado.¹⁴

Em suma, nos últimos anos, fatores de fundo como a globalização e as novas tecnologias ampliaram as vantagens competitivas destas super empresas, que foram recompensadas com uma posição mais dominante no mercado. Neste contexto, a inovação tecnológica contínua deve ajudar a garantir que os mercados vão continuar a ser competitivos, permitindo que novos operadores (aqueles que exploram de forma mais eficaz as novas tecnologias) possam transformar rapidamente um mercado e desafiar os seus líderes. No entanto, para que isto aconteça, deve ser seguido de perto até que ponto o aumento da concentração nalguns mercados é fruto da recompensa que recebem estas super empresas pelo sucesso dos seus produtos e até que ponto é resultado de um comportamento anti-competitivo para consolidar a sua posição dominante.

9. Ver Van Reenen, J. (2018). «Increasing differences between firms: market power and the macro-economy». CEP Discussion Papers.

10. Ver Crouzet, N. e Eberly, J. (2018, agosto). «Understanding weak capital investment: The role of market concentration and intangibles». Criado para o Jackson Hole Economic Policy Symposium.

11. O professor da Universidade de Stanford Nicholas Bloom e coautores (2018) documentam a dispersão que existe em termos de qualidade de gestão e organização entre as empresas norte-americanas e a relação positiva que existe entre a qualidade organizativa e a produtividade, rentabilidade, crescimento, taxa de sobrevivência e a inovação. Outros estudos apontam na mesma direção.

12. Ver Bloom, N., Sadun, R. e Van Reenen, J. (2012). «Americans do IT better: US multinationals and the productivity miracle». *American Economic Review*, 102(1), 167-201.

13. Ver Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P. (2015). «Frontier firms, technology diffusion and public policy: micro evidence from OECD countries». OECD Publishing, vol. 2.

14. Para uma análise mais aprofundada sobre este assunto, consulte o artigo «Navegar num oceano de grandes empresas, ou a arte de regular um mundo em plena mudança disruptiva» neste mesmo Dossier.

Super estrelas, concorrência e consequências

Nos últimos 20 anos, a concentração empresarial aumentou de uma forma muito significativa. Muitos mercados são dominados por algumas grandes empresas (as denominadas «super estrelas»). Este novo contexto empresarial tem implicações económicas e sociais relevantes que não podem ser ignoradas aquando da elaboração de políticas públicas de regulação e concorrência.

Perante esta tendência, nos últimos anos vários economistas começaram a estudar o fenómeno das super estrelas e as suas consequências em termos de eficiência e equidade. No entanto, sendo este um fenómeno relativamente recente, as conclusões alcançadas ainda não são definitivas. De facto, existe uma questão essencial na análise deste fenómeno sobre o qual ainda não

Margem de lucro a nível global *

Rácio



Nota: * A margem de lucro ou mark-up corresponde ao rácio entre o preço e o custo marginal.
Fonte: Ver De Loecker, J. e Eeckhout, J. (2018). «Global Market Power», National Bureau of Economic Research, n.º w24768.

há consenso: nem todos consideram que este novo contexto empresarial de maior concentração tenha levado a uma diminuição da concorrência nos mercados de bens e serviços. Assim, por exemplo, John Van Reenen, economista do MIT e especialista em inovação e produtividade, acredita que a preocupação perante o poder das grandes empresas e o seu impacto no dinamismo dos mercados é ligeiramente prematuro. Especificamente, Van Reenen e restantes colegas, como David Autor, argumentam que o nível de concorrência não diminuiu, mas sim existem elementos como a globalização, as novas tecnologias ou efeitos de rede que mudaram a natureza da concorrência, criando setores ou indústrias onde é cada vez mais frequente a situação em que «o vencedor fica com tudo» (*winner-take-all*), ou «quase tudo». E, ao contrário do que é postulado, o sucesso destas poucas empresas é o resultado de uma forte concorrência no setor que termina com apenas algumas no topo (ver o primeiro artigo deste Dossier).

Para saber se ocorreram mudanças na intensidade competitiva dos mercados, vários estudos vão mais além das medidas padronizadas de concentração e tentam medir o nível de concorrência diretamente através da evolução das margens de lucro (ou *mark-ups*, o rácio entre o preço e o custo marginal), que determinam até que ponto o preço excede o custo marginal. Assim, sob uma concorrência perfeita, esta relação deve estar perto de 1, enquanto aqueles valores bem acima de 1 podem indicar um elevado poder de mercado por parte das empresas. Neste sentido, com uma amostra de 70.000 empresas de 134 países, De Loecker e Eeckhout¹ documentam aumentos significativos nas margens de lucro a nível mundial desde 1980: uma proporção de 1,1 na década de oitenta para 1,6 hoje em dia (ver o primeiro gráfico). Isto é especialmente relevante no caso dos EUA, onde também foi observado um aumento geral em todos os setores, em grande parte devido a aumentos nas margens daquelas empresas que inicialmente já contavam com margens mais elevadas.² Desta forma, concluem que a pressão competitiva tem vindo a diminuir.

Num mundo de fraca concorrência, as empresas enfrentam, em menor escala, a entrada de novos adversários, por isso não têm a necessidade de investir e inovar com a mesma determinação no caso de um mundo com uma concorrência mais elevada. Por outras palavras, um contexto de menor concorrência os incentivos para o investimento e inovação reduzem-se, acabando por ter consequências negativas para a produtividade.³ De acordo com os estudos recentes de Thomas Philippon e Germán Gutiérrez, economistas da Universidade de Nova Iorque, a redução da concorrência é responsável por boa parte das taxas de investimento baixas que ocorreram na economia dos EUA desde o início da década de 2000. Em particular, o *stock* de capital situa-se entre 5%

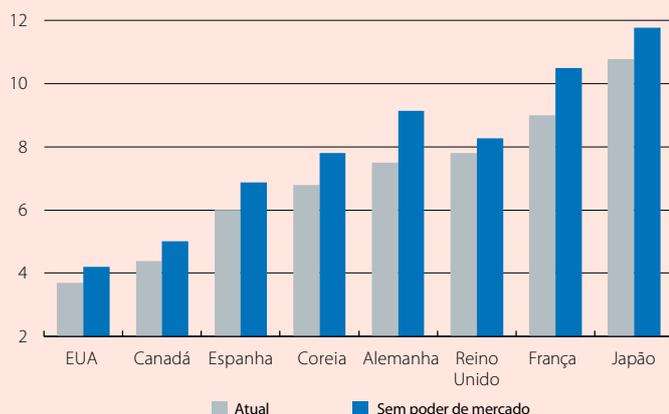
1. Ver De Loecker, J. e Eeckhout, J. (2018). «Global market power». National Bureau of Economic Research, n.º w24768. Outros artigos como Calligaris, S., Criscuolo, C. e Marcolin, L. (2018). «Mark-ups in the digital era». OECD Publishing, n.º 2018/10, também encontram um aumento do *mark-up* médio para um conjunto de 26 países entre 2000 e 2014.

2. Ver De Loecker, J., Eeckhout, J. e Unger, G. (2018). «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications». Mimeo, novembro.

3. Isto não significa que qualquer poder de mercado seja negativo, dado que devem existir margens mínimas para estimular o investimento e a inovação. Assim que as mesmas estiverem garantidas, a teoria económica sugere que os aumentos das margens traduzem-se em taxas de investimento e inovação mais baixas. Esta relação não monótona é observada empiricamente na análise efetuada pelos economistas do FMI: Diez, F., Leigh, D. e Tambunlertchai, S. (2018). «Global market power and its macroeconomic implications». International Monetary Fund.

Rendimentos das famílias mais pobres *

Percentagem em relação ao total (%)



Nota: * Famílias abaixo do percentil 20 de rendimentos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Ennis, S. F., Gonzaga, P. e Pike, C. (2017). «Inequality: A Hidden Cost of Market Power».

para um conjunto de oito países (incluindo os EUA, a Alemanha e Espanha), se o poder de mercado que consideram excessivo (ou seja, relacionado com práticas não competitivas) fosse eliminado, os rendimentos das famílias mais pobres (aquelas que se situam abaixo do percentil 20) aumentariam cerca de 15%, um valor que procederia principalmente dos menores rendimentos das famílias mais ricas (ver o segundo gráfico).⁵

No entanto, como já antecipamos no início deste artigo, estes resultados não são partilhados de forma unânime pelos especialistas. Assim, um recente artigo do Banco Mundial revela que o forte aumento das margens de lucro das grandes empresas documentado por muitos economistas (especialmente para os EUA) deve-se a uma contabilidade incorreta dos custos.⁶ Especificamente, as super estrelas diferem de outras empresas, entre outras coisas, devido ao maior nível de investimento em capital intelectual e organizacional (conhecido como ativos intangíveis) e isto deve ser considerado para o cálculo das margens de lucro. Com esta correção, o aumento das margens desde 1980 tem sido muito mais ligeiro do que o estimado por outros estudos que referimos (ver o terceiro gráfico). Assim, este artigo conclui que as super estrelas não devem ser acusadas de se estarem a aproveitar de um contexto menos competitivo, tal como argumentam outros analistas, mas sim que baseiam o seu sucesso na elevada produtividade e inovação.

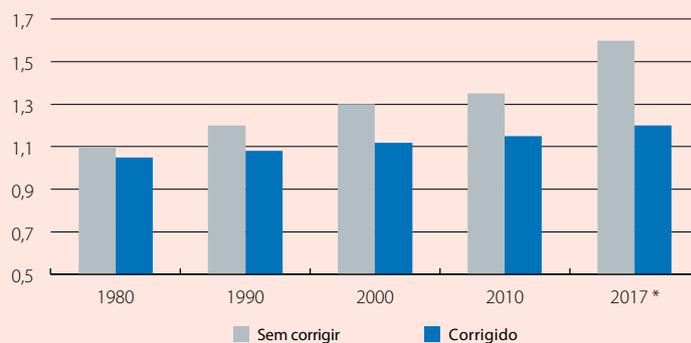
Apesar das evidentes diferenças de opinião sobre o impacto das super estrelas no desenvolvimento do investimento e do dinamismo inovador, tanto os que estão a favor como os que estão contra parecem concordar que este novo contexto empresarial levou a um declínio na participação do fator trabalho no rendimento agregado (o denominado *labor share*). Este fenómeno manifesta-se há muito tempo e afeta a maior parte dos países desenvolvidos e setores.⁷ Atualmente, os trabalhadores recebem uma parte menor dos

e 10% abaixo do *stock* que existiria caso o contexto competitivo não se tivesse deteriorado. Philippon *et. al.* também destacam que a contribuição das super estrelas norte-americanas para a produtividade global do país desceu 40% nos últimos 20 anos, o que sugere a presença de barreiras de entrada e a diminuição da concorrência que levou as grandes empresas implantadas a reduzir o seu investimento e inovação.⁴

Da mesma forma, um contexto de maior poder de mercado empresarial implica uma redistribuição dos recursos dos consumidores e dos trabalhadores para os acionistas das empresas. Isto acontece porque um maior poder de mercado traduz-se num aumento nas margens de lucro, o que por sua vez significa que os preços fixados pelas empresas excedem em muito os custos de produção. Este contexto de preços mais elevados prejudica desproporcionalmente os indivíduos mais pobres, que precisam de pagar mais pelos produtos que consomem. Em particular, de acordo com um estudo preparado por três economistas da OCDE

Margem de lucro dos EUA *

Rácio



Nota: * A margem de lucro ou *mark-up* corresponde ao rácio entre o preço e o custo marginal.

A correção considera o investimento em capital intangível (como o intelectual ou organizacional).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Ennis, S. F., Gonzaga, P. e Pike, C. (2017).

«Inequality: A Hidden Cost of Market Power» e de Ayyagari, M., Demircuc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2018). «Who are America's star firms?», The World Bank.

4. Ver Gutiérrez, G. e Philippon, T. (2017). «Declining Competition and Investment in the US». National Bureau of Economic Research, n.º w23583; Callum, J. e Philippon, T. (2016). «The Secular Stagnation of Investment?» Unpublished manuscript, New York University, December, para o cálculo do *stock* de capital; e Gutiérrez, G. e Philippon, T. (2019). «Fading Stars». National Bureau of Economic Research, n.º w25529.

5. Ver Ennis, Sean F., Gonzaga, P. e Pike, C. (2017). «Inequality: A hidden cost of market power». En <http://www.oecd.org/daf/competition/inequality-a-hidden-cost-of-market-power.htm>.

6. Ver Ayyagari, M., Demircuc-Kunt, A. e Maksimovic, V. (2018). «Who are America's star firms?». The World Bank.

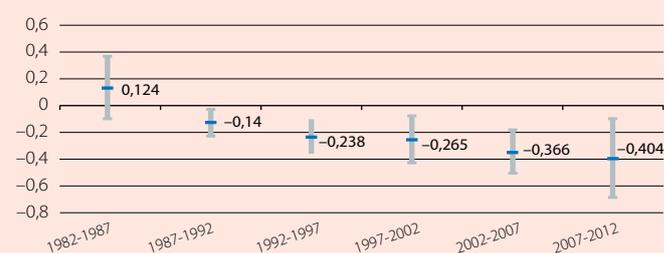
7. Ver o Dossier «Os Rendimentos do Trabalho em Perspetiva» na IM02/2014.

rendimentos da produção (que pode ter aumentado tendo em conta umas super estrelas mais produtivas) em benefício de maiores lucros obtidos por estas grandes empresas e pelos respetivos acionistas. Assim, por exemplo, David Autor e John Van Reenen, juntamente com outros economistas, estimam que a maior concentração empresarial nos EUA é responsável por um terço da redução da *labor share* no setor dos serviços nos EUA desde 1980, e por 10% da queda no setor industrial.⁸

Em qualquer caso, não nos devemos deixar levar pelo pessimismo: o progresso tecnológico augura um retrato animador, pois proporciona oportunidades para que apareçam novas empresas que disputem a hegemonia das super estrelas. Perante a ameaça de novas empresas que entram no mercado, as grandes empresas devem continuar a investir, inovar e a melhorar os seus níveis de eficiência para garantir a sua sobrevivência. O tamanho (neste caso) nem sequer é importante. Senão veja-se o caso da Kodak. Convém não esquecer que passou de controlar a maior parte do mercado fotográfico norte-americano a declarar falência em 2012.

Correlação entre a participação do fator trabalho no rendimento agregado e a concentração empresarial no setor industrial nos EUA *

(Valor)



Nota: * As correlações entre duas variáveis medem a relação linear entre as mesmas e variam entre -1 (relação negativa perfeita) e 1 (relação positiva perfeita). O gráfico mostra os coeficientes de correlação e intervalos de confiança de 95% ao longo do tempo a partir de uma regressão linear da variação na *labor share* (medida como o rácio entre os rendimentos salariais e o valor agregado da empresa, definido pela soma dos rendimentos salariais e das suas receitas antes de impostos) e a variação na concentração empresarial (medida como a fração de vendas em cada setor das 20 maiores empresas). Os valores negativos indicam uma relação negativa entre variações na *labor share* e na concentração empresarial. A amostra corresponde às 388 empresas do setor industrial dos EUA.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Autor, D., Dorn, D., Katz, L., Patterson, C. e Van Reenen, J. (2017). «Concentrating on the fall of the labor share», *American Economic Review: Papers&Proceedings* 107(5).

8. Ver Autor, D., Dorn, D., Katz, L. F., Patterson, C. e Van Reenen, J. (2017). «The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms». National Bureau of Economic Research.

Navegar num oceano de grandes empresas, ou a arte de regular um mundo em plena mudança disruptiva

Vivemos num mundo de grandes empresas, não existem muitas dúvidas em relação a isto. Se o caro leitor teve a gentileza de ler o nosso primeiro artigo deste Dossier, provavelmente estará agora mais convencido. Deveríamos estar preocupados? Se, novamente, também leu o segundo dos nossos artigos, concluirá que o fenómeno pode ter consequências importantes em termos de eficiência e equidade. No entanto, para além do que a análise económica indica, a verdade é que o cidadão comum sente que esta mudança não é menor e que, de facto, está preocupado. Segundo Gallup, em 1965, 17% dos inquiridos consideravam que as grandes empresas eram um risco para o futuro dos EUA. Em 2017, este valor aumentou para 26%.

A percepção do cidadão não está errada: alguma coisa está a mudar significativamente na estrutura empresarial. Logo de início, convém não esquecer que estamos num mundo de grandes empresas que contrasta marcadamente do existente no passado. Não existe apenas uma maior concentração global, também são muitos os novos aspetos que caracterizam o fenómeno. Assim, como foi possível observar nos dois primeiros artigos, as novas grandes empresas concentram grande parte do seu investimento em intangíveis, face à primazia do investimento em capital físico dos gigantes do passado. Além disso, os seus mercados, sujeitos a uma dinâmica de aceleração da mudança tecnológica, são muito mais fluídos do que no passado e, pelo menos potencialmente, com ritmos de entradas e saídas empresariais também mais frequentes. Finalmente, juntamente com a presença de importantes economias de escala ao nível da produção (que também caracterizava as grandes empresas do passado), os novos grandes agentes apresentam economias de escala de consumo, muitas vezes na forma de efeitos de rede. Neste novo contexto, qual é o papel que a regulação deve desempenhar no mundo das grandes empresas?

Definir uma nova orientação regulatória

De início, uma questão prévia mas fundamental. Um dos princípios e lemas que cada organismo regulador da concorrência deve ter emoldurado nos seus escritórios é o *primum non nocere*, ou seja, «primeiro não prejudicar» de Hipócrates. Porque a regulação, e mais especificamente, a má regulação, pode acabar por piorar a situação que pretendem emendar. Vamos explicar o paradoxo. De forma geral, e como explorámos anteriormente no primeiro artigo deste Dossier, o aumento da concentração empresarial e a aceleração do processo de criação de grandes empresas podem ser causados pela mudança tecnológica, a globalização ou, e isto não deixa de surpreender, pela própria regulação. Em particular, a regulação pode reduzir a concorrência às grandes empresas, porque o cumprimento da mesma tem custos significativos e, em particular, custos fixos importantes, que podem ser assumidos mais facilmente pelas grandes companhias.¹ Além disso, a regulação pode introduzir barreiras à entrada, por vezes derivadas de práticas de *lobby*, uma possibilidade que é mais provável que seja financiada pelas grandes empresas.

Sendo a anterior uma condição necessária, mas não suficiente, para regular bem, o próximo elemento central a fim de estabelecer a nova direção reguladora é precisamente saber qual deve ser o objetivo ou a meta da regulação. O ponto de partida natural para responder a esta questão concentra-se no principal equilíbrio que a regulação procura quando enfrenta as grandes empresas, aquele que coloca o bem-estar do consumidor num dos lados da balança, e a eficiência económica no outro. Em termos básicos, o regulador procura garantir que o excedente do consumidor seja máximo, o que geralmente implica um controlo para que não ocorram margens de lucro excessivas ou, no caso de se produzirem, sejam resultantes de condições de mercado e não de práticas anti-competitivas. Estas situações pouco desejáveis são mais prováveis se as empresas forem grandes e se tiverem poder de mercado. Além disso, a existência de grandes retornos de escala e externalidades de rede, mencionadas anteriormente como características das novas grandes empresas, muitas vezes costumam levar a situações que são conhecidas como *winner-take-all*, nas quais o líder de mercado costuma situar-se em posições de domínio muito significativas, que ameaçam afetar o bem-

EUA: percepção pública do papel das grandes empresas

(% sobre a totalidade dos inquiridos) (% sobre a totalidade dos inquiridos)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Gallup Historical Trends.

1. Sobre este assunto, ver Van Reenen, J. (2018). «Increasing Differences Between Firms: Market Power and the Macro-Economy». CEP Discussion Paper n.º 1576.

estar do consumidor numa escala maior do que aquela que ocorria no passado. No entanto o regulador também está plenamente ciente de que as grandes empresas costumam ser mais inovadoras, o que se repercute na criação de prosperidade a longo prazo.²

Consequentemente, o regulador está ciente dos benefícios que a regulação deve preservar. Ao ser difícil conciliar estes objetivos, chamemos-lhe tradicionais, para tornar a situação um pouco mais complexa, os mesmos foram ampliados com outros requisitos mais recentes. Agora, o regulador deve não só encontrar um ponto de equilíbrio para garantir o bem-estar do consumidor sem afetar a inovação, mas também é-lhe requerido garantir questões de defesa do consumidor (incluindo questões sanitárias e de saúde pública), atender a considerações extraeconómicas, tais como a segurança nacional, salvaguardar padrões de trabalho e sociais (evitando, por exemplo, o *dumping* social) e compensar os efeitos adversos de outras políticas setoriais.

Perante as necessidades crescentes às quais o regulador enfrenta quando é revisto o funcionamento clássico do principal instrumento de regulação que afeta as grandes empresas (a política de concorrência) é possível observar que, de facto, prioriza-se a proteção do bem-estar do consumidor sobre outros objetivos. Assim, é fundamental determinar se existem margens de lucro (conhecidas como *mark-ups*) ajustadas ou excessivas. Isto acontece na política de concorrência dos EUA, que tende a desvalorizar outras considerações para além do preço para os consumidores, mas também é fulcral na da UE, onde existe uma maior preocupação em atender diferentes aspetos, especialmente os relacionados com a manutenção do funcionamento do mercado interno em geral ou a defesa do consumidor. A forma de modernizar a política de concorrência passa por redefinir os seus objetivos de forma explícita, para que o regulador possa reconhecer, desde o início, que a sua tarefa é equilibrar a concorrência e a inovação. Por outras palavras, trata-se de preservar o bem-estar do consumidor, mas também atribuir o mesmo peso à inovação.

No entanto, os desafios para o regulador não terminam aqui. As grandes empresas não só podem alterar, potencialmente, o jogo da concorrência a seu favor. Também têm a possibilidade de aproveitar a sua dimensão para reduzirem a sua tributação fiscal e colocá-la em níveis que não correspondem à atividade económica que desenvolvem. Desde o início, uma alavanca que as grandes empresas utilizam às vezes – muitas delas de forma transnacional – é a utilização de filiais para transferirem as suas receitas para jurisdições com uma fiscalidade mais reduzida, embora isso não reflita o valor agregado criado nessas mesmas jurisdições. Além disso, o poder de negociação destas grandes empresas com os governos e os reguladores é elevado, dado que partem de uma posição de força ao possuírem o argumento ameaçador, e muitas vezes verossímil, de deslocalizar o seu negócio para outros países ou regiões.³ São (salientamos novamente) possibilidades, dado que é provável que muitas grandes empresas – e de facto, a grande maioria – mantenham uma conduta empresarial muito distante destas práticas.

O que está a ser feito em relação à tributação fiscal das grandes empresas? A chave para atenuar os mecanismos anteriores radica numa forte coordenação internacional, que limite a um determinado tempo o movimento de benefícios entre jurisdições e que reduza a ameaça de deslocalização.⁴ Por agora, lentamente, está a formar-se um consenso internacional incipiente que, liderado pela OCDE, se está a materializar no denominado BEPS (*Base Erosion and Profit Shifting*). O BEPS é um plano de 15 medidas que incide em diferentes aspetos específicos que afetam os problemas referidos anteriormente. Trata-se de um exemplo de coordenação internacional flexível, e ainda com efeitos de longo alcance no tempo, mas que a UE já aprovou através de uma proposta de diretiva contra a evasão fiscal.

Sendo que tudo o que foi referido anteriormente é fundamental, o leitor pode considerar: as dificuldades de regulação para atuar no mundo das grandes empresas acabam aqui? A resposta – e certamente já a adivinharam – é não. Porque não se trata apenas de mudar o rumo, mas também desenvolver novas práticas reguladoras ou, considerando a linguagem de mar que nos inspira, é preciso obter novas técnicas de navegação.

As novas artes de navegação reguladora

Chegou a hora de avançar e entrar em detalhes nos desafios que o regulador enfrenta, especificamente em matéria de defesa da concorrência. Para tal, vamos situar primeiro as antigas artes da navegação, ou seja, a abordagem tradicional da regulação. As

2. Este assunto tem sido amplamente debatido na literatura económica, dado que, embora seja geralmente associado uma maior capacidade de inovação numa escala mínima, também é verdade que, se o tamanho for excessivo, pode acabar por deixar de incentivar a inovação. Ver, por exemplo, Shefer, D. e Frenkel, A. (2005). «R&D, Firm Size and Innovation: An Empirical Analysis». *Technovation*, 25(1): 25-32.

3. Ver Egger, P. H., Strecker, N. M. e Zoller-Rydzek, B. (2018), «Estimating Bargaining-related Tax Advantages of Multinational Firms». CESifo Group Munich. Working Paper Series n.º 6979.

4. O ideal seria que os custos destas ações fossem superiores aos benefícios, ou seja, que a ameaça de abandonar certos mercados fosse pouco credível, dado que implicaria a renúncia a mercados rentáveis.

fases lógicas desenvolvidas não mudam no essencial: é preciso estabelecer primeiro qual é o mercado relevante em que se determina se existe ou não uma situação de posição dominante no mesmo, um ponto que poderia derivar num comportamento anti-competitivo. Na sua versão tradicional, o mercado relevante costuma ser evidente, a situação de posição dominante é estabelecida por medidas relativamente simples e generalizadas que medem o grau de concentração desse mercado⁵ e o comportamento anti-competitivo que, se acontecer, costuma refletir-se nos cálculos da margem de lucro ou na verificação de práticas de conspiração, como são o caso dos cartéis. Vamos ver agora o que acontece quando se tenta analisar este novo mundo das grandes empresas diferentes do passado.⁶

Como referimos anteriormente, as novas grandes empresas operam frequentemente nos denominados mercados fluídos, ou seja, sem delimitações claras ou, às vezes, em mais de um mercado relevante. Para complicar ainda mais esta questão, muitas destas novas grandes empresas operam nos denominados mercados sem transações monetárias, como são o caso daquelas plataformas nas quais a transação com o público não se faz através de preços, mas sim através da cessão de dados. Contudo, este não é apenas um problema de *big tech*, dado que as dificuldades também aparecem em setores mais convencionais. Por exemplo, se um canal de televisão comprar um jornal diário gratuito, qual é o mercado relevante? O da televisão, o dos jornais ou o dos anunciantes, que são quem financiam ambos os negócios? Porque provavelmente a posição de domínio será estabelecida face aos últimos e não em relação ao consumidor tradicional (espectador ou leitor). Naturalmente, o grau máximo de complexidade existe quando estes limites de mercados ambíguos ocorrem não dentro de um país, mas sim a nível global.

A solução perfeita não existe, mas uma forma promissora seria analisar os modelos de negócios e tentar identificar se, potencialmente, isto altera claramente a capacidade de aparecerem concorrentes. Ou, por outras palavras, esclarecer se o modelo de negócio em questão altera as condições mínimas que permitem que a inovação se desenvolva através da capacidade de entrada e saída fluída no mercado.

Após ser definido o mercado relevante, é a vez do domínio binomial de mercado/práticas anti-competitivas. Embora, em teoria, uma empresa possa ser a dominante nesse mercado e não se envolver em práticas anti-competitivas, na prática o risco de que isto não ocorra não é menor. Aqui a principal dificuldade deriva da combinação de grandes empresas e de um contexto de rutura tecnológica. Imaginemos que uma empresa desenvolveu uma inovação totalmente disruptiva que lhe permite atingir uma posição dominante ao desenvolver um novo modelo de negócio. Como deve ser julgada esta preponderância no mercado? Poderia ser temporária e, à medida que a entrada de novos concorrentes acontece, diluir com o qual provavelmente a regulação não faria muito sentido. Ou pode ser permanente, porque a empresa continua a inovar constantemente, porque a inovação não é replicável ou porque a empresa aproveita a sua posição para comprar potenciais concorrentes, a fim de eliminar uma futura concorrência. Enquanto nos dois primeiros casos deste segundo cenário a permanência da posição dominante não se deve a práticas anti-competitivas, no terceiro, de facto, acontece. No entanto, mesmo neste caso, não é fácil justificar ex-ante por parte do regulador que a compra não deve ser efetuada.

Novamente, como acontecia na questão da definição do mercado relevante, a abordagem com maior potencial é considerar o modelo de negócio como ponto de partida e tentar determinar se estamos na presença de estratégias «normais» ou, pelo contrário, que tentam tapar a concorrência. A via deve ser a ampliação da abordagem visando integrar indicadores que detetem situações de potenciais barreiras à entrada, analisar se existem formas alternativas para oferecer um produto de qualidade aos utilizadores/clientes finais e avaliar até que ponto a inovação é disruptiva.

Em suma, o novo rumo regulador deve evitar que a regulação facilite, ainda que involuntariamente, o aumento da concentração empresarial, e deve enriquecer os objetivos da regulação encontrando um equilíbrio entre o bem-estar do consumidor e incentivar a inovação, que é a fonte essencial da futura prosperidade. Finalmente, deveria garantir uma igualdade de condições que desincentive os movimentos de benefícios, e até mesmo de atividade, que por razões fiscais chocassem com critérios de eficiência produtiva e de alocação dos recursos. Também a prática da política de concorrência deve ser reorientada para uma compreensão mais profunda dos novos modelos de negócio, a fim de determinar quando estamos em presença de práticas anti-competitivas e quando não estamos. Ninguém espera que seja fácil ou rápido, mas é claro que os benefícios desta nova abordagem tornam-na no caminho mais promissor para uma regulação mais moderna e abrangente.

5. Por exemplo, são utilizadas quotas de mercado para calcular os rácios de concentração num determinado setor.

6. Sobre este assunto ver, por exemplo, Vap Gorp, N. e Batura, O. (2015). «Challenges for Competition Policy in a Digitalised Economy, Study for the European Parliament». IP/A/ECON/2014-12.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

Análise clara, ordenada e rigorosa da situação económica portuguesa, espanhola, europeia e mundial, bem como da evolução dos mercados financeiros, com artigos especializados das questões chave da atualidade económica e financeira.

Contém também previsões sobre o crescimento do PIB e inflação em países desenvolvidos e emergentes, previsões de taxas de juro, taxas de câmbio e matérias primas.

DAILY REPORT

Comentário sintético ao comportamento dos mercados financeiros internacionais, principais oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, *commodities* e índices bolsistas.

PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

Design e produção: www.cegegglobal.com

