

# IM04

INFORMAÇÃO MENSAL

ABRIL 2019



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

### MERCADOS FINANCEIROS

*O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*O que vai acontecer à política fiscal norte-americana? Whatever will be, will be*

### ECONOMIA PORTUGUESA

*Portugal e o futuro da habitação*

### ECONOMIA ESPANHOLA

*A taxa de poupança espanhola vai continuar a cair?*

## DOSSIER: A ENERGIA DO FUTURO

---

*O mix energético do futuro*

*Os custos e benefícios do mix energético do futuro*

*A geopolítica da energia*

*O financiamento que pensa em verde*

*O novo mix energético na Península Ibérica: o combate contra o aquecimento global*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Abril 2019

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

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)  
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

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

### Enric Fernández

Economista Chefe

### Oriol Aspachs

Diretor do Departamento de Estudos

### Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Data de fecho desta edição:

31 de março de 2019

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 RESUMO EXECUTIVO

### 4 PREVISÕES

### 7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *O que vai acontecer à política fiscal norte-americana?*  
*Whatever will be, will be*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Portugal e o futuro da habitação*

### 24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *A taxa de poupança espanhola vai continuar a cair?*

### 29 DOSSIER: A ENERGIA DO FUTURO

29 *O mix energético do futuro*

31 *Os custos e benefícios do mix energético do futuro*

33 *A geopolítica da energia*

35 *O financiamento que pensa em verde*

37 *O novo mix energético na Península Ibérica: o combate contra o aquecimento global*

## O desafio da transição energética

O Acordo de Paris de 2015 estabeleceu como objetivo evitar que o aumento da temperatura do planeta atinja os 2 graus em relação aos níveis pré-industriais e fazer esforços para limitar este aumento a 1,5 graus. Este objetivo, ambicioso mas fundamental, requer uma redução muito importante a nível mundial das emissões de gases com efeito de estufa, algo que apenas será possível no quadro de uma transição energética que reduza a procura de energia e evolua para um *mix* de energias mais limpas.

Trata-se de um âmbito no qual a UE pode exercer uma liderança clara a nível mundial. Na verdade, isto já está a acontecer e o seu grau de empenhamento contrasta com a relutância, e inclusivamente a rejeição, por parte do atual governo dos EUA. A UE possui massa crítica suficiente para criar impacto no planeta inteiro e, também, para influenciar outros países.

Além disso, esta área oferece um âmbito natural no qual a UE pode partilhar esforços em termos de recursos públicos e aproveitar para melhorar a sua capacidade fiscal. Parte importante destes recursos deveria servir para promover uma investigação básica em tecnologias que podem ser fundamentais para alcançar os objetivos do Acordo de Paris e que por agora estão longe de ser economicamente viáveis em grande escala, como a utilização do hidrogénio como fonte de energia ou possíveis formas de capturar e armazenar dióxido de carbono. A UE também deve avançar na integração dos mercados nacionais de energia, mais necessária do que nunca em caso de aumento da dependência de energias renováveis de produção intermitente, como a energia solar ou a eólica, que exigem redes de maior escala capazes de equilibrar a oferta e a procura.

Do ponto de vista das empresas e das famílias, é essencial a existência de um quadro regulamentar claro e estável para a transição energética. Idealmente, as leis que o definem devem garantir um amplo consenso político e social – uma garantia de estabilidade. Muitas empresas precisam de fazer grandes investimentos para liderarem ou se adaptarem a esta transição com horizontes de rentabilidade a longo prazo, tomando decisões que exigem certeza e segurança jurídica. As famílias, quando decidem que casa ou viatura adquirir, também devem saber quais são as regras que devem seguir. Devem ser evitadas situações como a atual, onde a incerteza em relação a possíveis futuras restrições à circulação de veículos a gasóleo em vários países europeus contribuiu para uma quebra nas vendas.

O sistema financeiro também deve desempenhar um papel central no processo de transição energética. A Comissão Europeia estimou que devem ser mobilizados investimentos de cerca de 200.000 milhões de euros por ano. O sistema financeiro, no seu papel de intermediário entre a poupança e o investimento, será fundamental para orientar recursos para projetos que contribuam para adaptar e atenuar a mudança climática. Para tal será necessário integrar critérios ambientais nas suas decisões financeiras, um dos pilares do denominado financiamento sustentável. Isto não significa renunciar à rentabilidade: estudos recentes indicam que investimentos responsáveis podem proporcionar um melhor binómio rentabilidade-risco.

Além das considerações económicas e financeiras, a transição energética é também uma questão de responsabilidade de todos, particulares e empresas. Responsabilidade em fazer o que está certo. E o que está certo é fazer tudo o que estiver ao nosso alcance para deixar um planeta em condições para as gerações futuras.

## Cronologia

### MARÇO 2019

- 7** O BCE anuncia um novo ciclo de operações de refinanciamento de longo prazo (TLTRO), que começará em setembro.
- 15** A agência de classificação S&P eleva o rating de Portugal, de BBB- para BBB.
- 21** A UE prolonga o *Brexit* até 12 de abril de 2019.

### JANEIRO 2019

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

### NOVEMBRO 2018

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

### 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 eleva o *rating* de Itália, de Baa2 para Baa3.

## Agenda

### ABRIL 2019

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 9** Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 10** Conselho de Governo 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 das Adm. Públicas (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).  
Portugal: IPC (abril)

### MAIO 2019

- 1** Comité Monetário da Fed.
- 2** Zona Euro: PIB (1T).
- 6** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 8** Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 9** Espanha: índice de produção industrial (março).
- 10** Portugal: comércio internacional (março).
- 13** Portugal: IPC (abril).
- 15** Portugal: primeira estimativa do PIB (1T).
- 20** Japão: PIB (1T).
- 21** Espanha: comércio externo (março).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (março).
- 27** Portugal: execução orçamental das Adm. Públicas (abril).
- 28** Espanha: execução orçamental do Estado (abril).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 30** Espanha: evolução do IPC (maio).
- 31** Espanha: balanço de pagamentos (março).  
Portugal: PIB detalhe (1T).

## Desaceleração moderada mas com riscos significativos

**Reavaliação do cenário macroeconómico.** A persistência de fatores temporários negativos nas economias avançadas levou as organizações internacionais, como o BCE ou a OCDE, a reduzir significativamente as suas previsões económicas (agora bastante alinhadas com as do BPI Research). Por exemplo, o BCE reduziu a sua previsão de crescimento da Zona Euro para 2019 entre dezembro e março, de 1,7% para 1,1%. Por sua vez, a OCDE reduziu a sua previsão de crescimento global para 2019 de 3,5% para 3,3%. Além disso, a narrativa demonstra um maior ênfase nos riscos negativos que envolvem a economia global, como a incerteza geopolítica ou as vulnerabilidades nas economias emergentes. A estes fatores aliou-se a inversão da curva das taxas de juro nos EUA, que deu origem a preocupações entre muitos analistas económicos visto que tradicionalmente antecedeu o fim da expansão económica e reintroduziu a temida palavra «recessão» no imaginário coletivo. No entanto, é necessário evitar uma análise pouco aprofundada: os indicadores macroeconómicos nos EUA continuam a sugerir uma taxa de crescimento significativa em 2019. Além disso, a desaceleração a nível mundial – apesar de ser uma realidade tangível – está a ser relativamente moderada e algumas fontes de risco, tais como as tensões comerciais ou os receios de uma forte desaceleração na China, perderam alguma força.

**Os bancos centrais continuam em modo *wait-and-see*.** A mensagem da Fed e do BCE é bastante parecida: não mudar as políticas monetárias, destacar a importância dos riscos negativos para a economia global e reafirmar que vão permanecer pacientes. Isto pressupõe uma mudança importante relativamente às mensagens que emitiam há alguns meses atrás. Por exemplo, a Fed aumentou a taxa de juro em dezembro de 2018 e anunciou a intenção de a aumentar novamente por três vezes entre 2019 e 2020. O BCE não ficou atrás e na sua reunião de março anunciou que vai manter as taxas de juro inalteradas até ao fim de 2019, enterrando definitivamente a possibilidade alimentada anteriormente de aplicar o primeiro aumento depois do verão. Também revelou que vai lançar uma nova ronda de injeções de liquidez a partir de setembro.

**A Zona Euro enfrenta uma realidade complexa.** Os indicadores macroeconómicos continuam a ser modestos no primeiro período do ano, indicando que o padrão de crescimento mais comedido observado no segundo semestre de 2018 está a ter alguma continuidade. A economia da

Zona Euro está a ser bastante afetada pela desaceleração do comércio mundial e pelos problemas do setor automóvel, aos quais se poderá juntar a saída abrupta do Reino Unido da UE nos próximos meses. Este último fator vai continuar a monopolizar grande parte da atenção, dado que a fragilidade do governo britânico e a falta de um consenso claro fará com que a incerteza sobre o resultado do *Brexit* seja muito elevada até ao fim. Para além destes fatores, a reflexão de fundo sobre a situação da economia europeia assenta em saber se a mesma está a ser prejudicada por uma cadeia de fatores temporários mais persistentes do que seria de esperar ou se se trata de uma tendência descendente que veio para ficar. Por enquanto, tudo aponta para a primeira opção, dado que a trajetória cíclica da economia continua a ser relativamente extensa. No entanto, a elevada sensibilidade demonstrada perante os vários choques que ocorreram obriga-nos a ser muito prudentes.

**Portugal e Espanha continuam no bom caminho.** As nossas economias estão a assentar em níveis de crescimento significativamente superiores à Zona Euro e, de facto, existem paralelismos muito evidentes na evolução das duas economias ibéricas: os indicadores de atividade no 1T sugerem que o ritmo de crescimento continua dinâmico apesar de um ligeiro abrandamento, o mercado de trabalho dá sinais de resiliência (no caso de Espanha, o crescimento do emprego não perdeu praticamente força em relação a 2015-2017 e é surpreendentemente positivo) e as finanças públicas estão a mostrar uma clara melhoria: Espanha reduziu o seu défice em 0,4 p. p. em 2018 e, ao situar-se em 2,6% do PIB, abandonou o procedimento de défice excessivo, enquanto que Portugal reduziu o seu em 2,5 p. p. para 0,5% do PIB. Apesar destes dados positivos, seria contraproducente desencadear uma euforia excessiva: a melhoria das finanças públicas baseou-se principalmente no ciclo económico, mas é preciso encetar reformas para que este processo prossiga. Contudo, por outra ordem de ideias, a erosão da balança corrente dos dois países é preocupante, num contexto caracterizado por uma conjuntura macroeconómica global menos favorável.

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	2,75	2,75	2,50
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,92	2,92	2,70
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	3,07	3,03	2,85
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	2,80	2,70	2,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	2,95	2,90	2,85
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	0,05	0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,50	1,00
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,30	0,20	0,80
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,28	0,23	0,83
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,20	0,25	0,85
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,10	0,40	1,00
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	0,00	0,55	1,15
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,25	0,40	1,20
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	0,55	1,25	1,95
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,16	0,77	1,49
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	0,56	1,15	1,83
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	1,55	2,05	2,65
Prémio de risco	11	184	110	117	100	80	70
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	0,02	0,84	1,76
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	0,61	1,38	2,22
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	1,75	2,40	3,10
Prémio de risco	19	362	149	147	120	115	115
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,19	1,23	1,25
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	128,96	130,38	132,01
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	108,37	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,86	0,85	0,84
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,72	0,69	0,67
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,32	85,63	64,09	57,67	66,00	63,00	63,00
Brent (euros/barril)	36,35	64,78	54,17	50,68	55,46	51,22	50,59

Previsões

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

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,3	3,8	3,7	3,3	3,4	3,5
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,2	2,4	2,2	1,8	1,7	1,7
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,2	1,8	1,7
Zona Euro	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,6
Alemanha	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
França	2,0	0,6	2,3	1,5	1,6	1,6	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,7	0,8	0,2	0,8	0,7
Portugal	1,5	-0,4	2,8	2,1	1,8	1,7	1,7
Espanha	3,8	0,0	3,0	2,6	2,1	1,9	1,7
Japão	1,5	0,4	1,9	0,8	0,8	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,2	1,5	1,5
<b>Países emergentes</b>	6,6	5,1	4,7	4,7	4,4	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
Índia	9,7	6,9	6,6	7,3	6,9	6,2	6,0
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	4,9	4,8	5,9
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	2,1	2,0	2,2
México	2,4	2,1	2,1	2,0	2,3	2,3	2,4
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,8	2,0	2,0
Turquia	5,4	4,8	7,3	2,9	-2,5	2,3	3,0
Polónia	4,0	3,2	4,8	5,1	3,5	2,9	2,4
África do Sul	4,4	1,8	1,5	0,7	1,6	1,8	2,0
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,8	3,2	3,7	3,6	3,4	3,3
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	1,7	2,0	1,5	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	1,9	1,9
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,4	1,6	1,8
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,6	1,7	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,5	1,6	1,8
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	1,0	1,3	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	1,5	1,6	1,9
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,7	1,2	1,2
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	2,0	2,0	2,1
<b>Países emergentes</b>	6,8	5,8	4,3	4,8	4,9	4,4	4,3
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,5	4,9	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,6	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	4,1	4,1	4,1
México	5,2	3,9	6,0	4,9	4,1	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,9	3,0	3,0
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,9	4,0	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	19,5	12,0	9,0
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,0	2,5	2,5
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	3,8	5,3	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 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	-0,2	2,3	2,5	2,0	1,8	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,2	0,8	0,8	0,3	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-3,5	9,2	4,4	4,0	4,0	3,8
Bens de equipamento	1,3	0,0	13,7	6,0	5,9	5,9	5,9
Construção	-1,6	-6,3	8,3	3,1	2,5	2,5	2,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,4	-1,0	3,1	2,8	2,4	1,9	1,8
Exportação de bens e serviços	5,2	3,5	7,8	3,7	3,8	4,0	4,6
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	8,1	4,9	4,9	4,1	4,5
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-1,1	3,3	2,3	0,8	0,5	0,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	6,2	6,0
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,4	-4,2	0,5	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,9	-2,9	1,4	0,4	0,3	0,5	0,5
Saldo público (% PIB)	-4,4	-6,3	-3,0	-0,5	-0,7	-0,6	-0,3

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,6	-0,7	2,5	2,3	1,9	1,8	1,7
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,8	1,9	2,1	1,7	1,3	1,0
Formação bruta de capital fixo	6,0	-3,4	4,8	5,3	3,4	2,9	2,5
Bens de equipamento	5,3	0,3	6,0	5,4	2,0	3,0	2,6
Construção	6,2	-6,1	4,6	6,2	4,4	2,9	2,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,6	-1,2	2,9	2,9	2,1	1,9	1,7
Exportação de bens e serviços	4,8	2,7	5,2	2,3	2,5	3,8	3,7
Importação de bens e serviços	7,1	-1,0	5,6	3,5	2,6	4,1	3,8
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,4	-1,3	2,8	2,5	2,2	1,6	1,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,6	12,2	11,0
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	1,5	1,6	1,9
Custos de trabalho unitários	3,3	0,2	0,2	1,0	2,2	2,3	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-6,0	-1,6	1,8	0,8	0,6	0,7	0,8
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,3	-1,2	2,1	1,2	0,8	0,9	1,0
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-7,0	-3,0	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5

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

Previsões

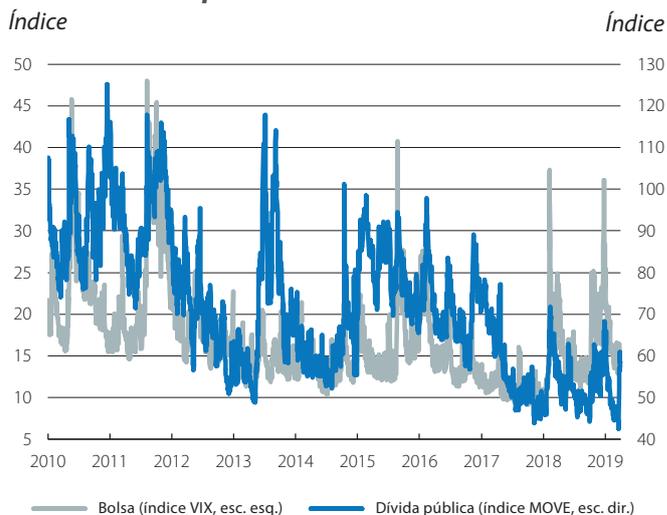
## Os mercados reavaliam o cenário macroeconómico

**Os investidores duvidam das perspetivas económicas globais.** Após o otimismo dos investidores durante os meses de janeiro e fevereiro, março foi marcado por um maior sentimento de aversão ao risco, especialmente devido às preocupações renovadas por parte dos investidores de que a desaceleração na economia mundial será mais acentuada do que a prevista. Estas preocupações, que no final de 2018 afetaram significativamente os mercados, resultando em fortes correções nas bolsas, voltaram a aparecer em cena de forma mais atenuada com as reuniões dos principais bancos centrais, nas quais a Fed, o BCE, o BoE e o BoJ coincidiram em não alterar as suas políticas monetárias, destacar os riscos negativos para a economia global e reafirmar a intenção de permanecerem pacientes durante os próximos meses. Assim, as taxas de juro das principais economias avançadas caíram significativamente, até ao ponto da curva da obrigação soberana dos EUA ter invertido ao nível do seu diferencial a 10 anos e 3 meses. Em vez disso, as bolsas mantiveram uma tendência relativamente positiva e, apesar de terem sofrido perdas nalgumas sessões, conseguiram registar ganhos ao longo do mês (embora a um ritmo claramente inferior a janeiro e fevereiro).

**A Fed mantém as taxas de juro e diminui as perspetivas económicas dos EUA.** Após a reunião do Comité Monetário (FOMC) de março, o presidente da Fed, Jerome Powell, reiterou que a economia dos EUA está em boa forma, com um mercado de trabalho robusto, uma taxa de inflação em torno do objetivo de 2% e um crescimento do PIB ligeiramente acima do potencial. No entanto, os membros da Fed reviram ligeiramente em baixa as suas previsões de crescimento do PIB para 2019 e 2020 (0,2 e 0,1 p. p., respetivamente, para 2,1% e 1,9%) e destacaram a presença de riscos negativos para o cenário económico. Assim, a Fed voltou a afirmar o discurso de paciência adotado desde o início do ano e manteve a taxa de juro de referência no intervalo de 2,25%-2,50%, por unanimidade. Neste sentido, o novo quadro de previsões reflete a expectativa de que as taxas de juro vão permanecer estáveis em 2019 (as previsões lançadas pela Fed na sua reunião do passado mês de dezembro sugeriam dois aumentos das taxas de juro). Finalmente, a Fed também anunciou a intenção de terminar a redução da dimensão do seu balanço no próximo mês de setembro (quando se prevê que estará em torno de 3,5 biliões de dólares) sendo que, agora em maio, começará a diminuir o ritmo de redução do balanço.

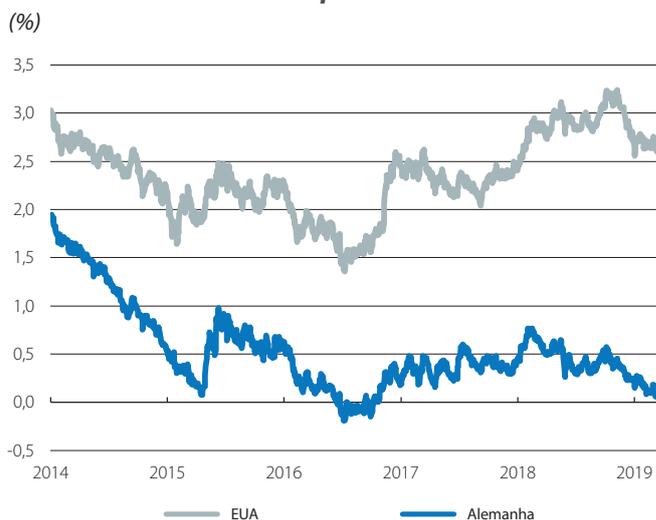
**O BCE reduz as previsões da Zona Euro e anuncia novas TLTRO.** Na sua reunião de março, a instituição apresentou uma atualização do seu quadro macroeconómico, no qual reviu em baixa as previsões de crescimento da Zona Euro para 2019 (de 1,7% para 1,1%) devido à persistência de fatores de fraqueza e de incerteza (como os relacionados com o abrandamento do comércio internacional, o *Brexit* e a queda registada no setor automóvel). No entanto, o BCE reafirmou que estas perturbações são transitórias e salientou que o cenário a médio prazo é positivo e que as probabilidades de uma recessão são baixas.

### Volatilidade implícita nos mercados financeiros



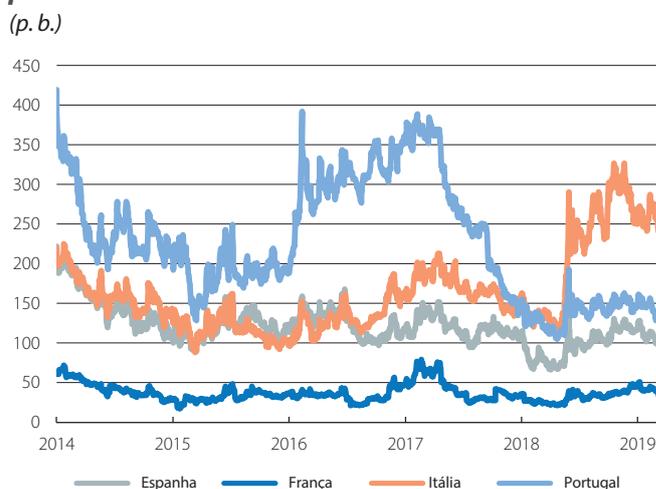
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### 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.

Neste contexto, os membros do BCE indicaram a intenção de não alterar as taxas de juro pelo menos até ao fim do ano (a data indicada nas reuniões anteriores era após o verão de 2019) e anunciaram o início de um novo ciclo de TLTRO (operações através das quais é oferecido financiamento a longo prazo ao setor financeiro) a partir de setembro, com uma emissão trimestral até março de 2021. Assim, com estas medidas e o reinvestimento em ativos em balanço que vençam, o BCE reafirmou a intenção de manter um contexto financeiro acomodatório para apoiar a recuperação da taxa de inflação na Zona Euro.

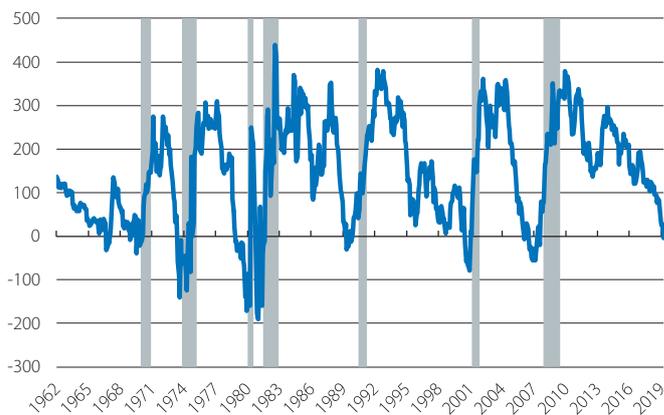
**As taxas de juro soberanas desmoronam.** Com as reuniões dos principais bancos centrais como pano de fundo, as taxas de juro do rendimento fixo a nível global, que se mostraram relativamente estáveis no decorrer do ano, caíram acentuadamente em março. Assim, as taxas de juro soberanas a longo prazo dos EUA e da Alemanha caíram para níveis que não eram observados desde o final de 2017 e 2016, respetivamente. Além disso, no caso norte-americano, destaque para a inversão da curva da obrigação soberana, com a taxa de juro a 10 anos abaixo da taxa de juro a 3 meses pela primeira vez desde 2007, uma situação que historicamente precedeu a entrada em recessão dos EUA com mais ou menos um ano de antecedência (ver a Nota Breve «Sobre a inversão da curva de taxas de juro: prenúncio de recessão?» disponível em <https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/research>). Além disso, na Alemanha, a rentabilidade do *bund* entrou em terreno negativo. Por sua vez, os prémios de risco na periferia da Zona Euro mantiveram-se em níveis parecidos aos de janeiro e fevereiro, favorecidos pelos anúncios das agências de *rating* (a S&P melhorou o *rating* de Portugal para BBB e manteve o de Espanha em A-, enquanto a Moody's manteve a classificação da Itália em Baa3).

**As bolsas sofrem oscilações, mas permanecem com uma tendência ligeiramente positiva.** Durante as primeiras semanas de março as bolsas deram continuidade aos avanços registados nos últimos meses, apoiadas na tendência positiva das negociações comerciais entre a China e os EUA e na estabilização das previsões de lucros das empresas (que tinham vindo a diminuir há seis meses). No entanto, após o aumento da volatilidade que ocorreu depois das reuniões dos bancos centrais, as cotações caíram (especialmente no setor financeiro), eliminando boa parte dos lucros. De qualquer forma, na totalidade do mês, as principais bolsas norte-americanas e europeias conseguiram fechar em terreno ligeiramente positivo.

**As moedas emergentes voltaram a perder força e o petróleo recupera novamente.** Os receios de uma desaceleração mais acentuada da economia mundial também penalizaram os mercados financeiros das economias emergentes, cujas moedas tinham dado sinais positivos até ao momento. Especialmente acentuadas foram as desvalorizações cambiais na Argentina e no Brasil, bem como na Turquia, onde ocorreu um recrudescimento da instabilidade financeira poucos dias antes das eleições locais. Entretanto, o preço do barril de petróleo Brent manteve a sua dinâmica ascendente e atingiu os 68 dólares, favorecido pelos cortes na produção de crude através dos quais a OPEP e os seus parceiros (principalmente a Rússia) estão a conseguir evitar um excesso de oferta no mercado.

## EUA: recessões e inclinação da curva de taxas de juro

(p. b.)

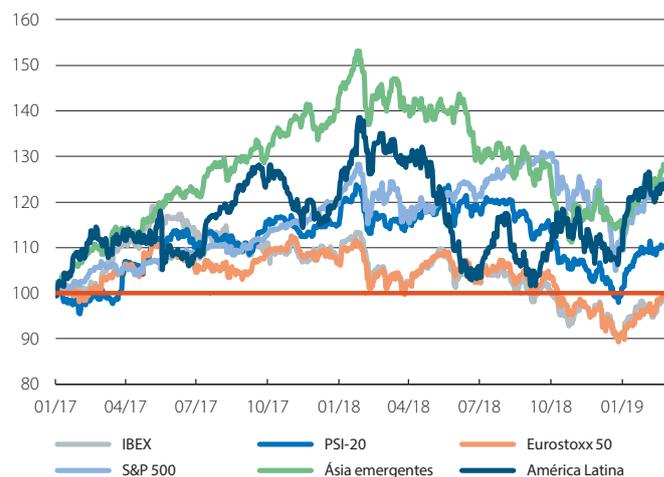


**Nota:** As áreas a sombreado indicam os períodos de recessão. Mostramos a diferença entre as taxas de juro soberanas a 10 anos e 3 meses.

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

## 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.

## O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?

Os EUA vão alcançar em 2019 a expansão económica mais longa da sua história moderna se ultrapassarem, no próximo mês de julho, o recorde de 40 trimestres que a expansão de 1991-2001 detém. No entanto, é provável que nos próximos trimestres a atividade desacelere devido à própria maturidade do ciclo económico e ao esmorecimento do incentivo fiscal implementado no final de 2017. Assim, a economia pode deparar-se com um contexto onde, devido à combinação de um menor crescimento do rendimento das famílias e das empresas e maiores taxas de juro impulsionadas pela Fed, podem ficar expostas vulnerabilidades financeiras acumuladas nos últimos anos. Entre estas está o endividamento das famílias e das empresas, cujo estado vamos analisar a seguir.

A dívida e o crédito exibem dinâmicas cíclicas análogas às do ciclo económico, com fases de expansão e de recessão. Nas primeiras ocorre um aumento do volume de crédito e uma melhoria das condições com as quais as famílias e as empresas se podem endividar (por exemplo, com taxas de juro favoráveis ou menos exigências em termos de garantias). As segundas caracterizam-se por um aperto nas condições de acesso ao crédito, um aumento da taxa de incumprimento e a contração no volume da dívida. Posteriormente, à medida que as empresas e famílias equilibram as suas contas e conseguem melhorar o seu perfil de risco, o crédito começa a fluir novamente e o ciclo entra novamente em fase de expansão.

Em que ponto se encontra o ciclo de crédito dos EUA? O setor privado não financeiro (ou seja, as famílias e empresas não financeiras) reduziu o seu endividamento de 170% do PIB alcançado em 2008 para menos de 150% em 2018. No entanto, devemos ir mais além destes números e distinguir entre o endividamento das famílias e das empresas, dado que frequentemente costumam seguir tendências diferentes,<sup>1</sup> e analisar a sua evolução comparando-a com outras fases de expansão.<sup>2</sup>

Ao nível das famílias, na atual fase de expansão, a dívida hipotecária e a destinada ao consumo seguem caminhos diferentes. Embora o peso da dívida hipotecária sobre o rendimento disponível das famílias tenha diminuído mais de 40% desde o máximo registado em 2007, o peso da dívida destinada ao consumo aumentou de forma constante desde 2012, com um ritmo médio anual de 0,6% (ver o segundo gráfico). Todavia, como a dívida hipotecária possui um grande peso na totalidade do endividamento familiar, no seu conjunto o serviço da dívida das famílias é inferior a 10% (em comparação com o valor máximo de 13,2% em 2007), encontrando-se em mínimos históricos desde que existem dados (1980). A diminuição do peso da dívida não só reflete uma redução do endividamento, como também foi facilitado por taxas de juro baixas que têm prevalecido durante os últimos anos (grande parte da dívida foi contratada a uma taxa de juro fixa, e foi vencendo dívida antiga contratada

1. Por exemplo, atualmente, a disparidade de crédito em percentagem do PIB (o denominado *credit-to-gdp gap*) é negativa para as famílias e positiva para o setor empresarial não financeiro.

2. Analisámos as expansões económicas segundo a classificação do NBER (1983-1990, 1991-2001, 2002-2007 e 2009-actual).

### EUA: dívida privada

Indicador	Atual	Máximo da crise financeira	Média do ciclo atual
Dívida do setor privado não financeiro (% do PIB)	147,6	171,1	152,3
Dívida das famílias (% do PIB)	75,0	98,6	83,0
Hipotecária (% do PIB)	49,7	73,5	57,8
Taxa de incumprimento das famílias (%)	2,5	6,6	4,1
Dívida das empresas não financeiras (% do PIB)	72,6	72,5	69,3
Prémio de risco da dívida das empresas (p. b.) *	274	1.165	369

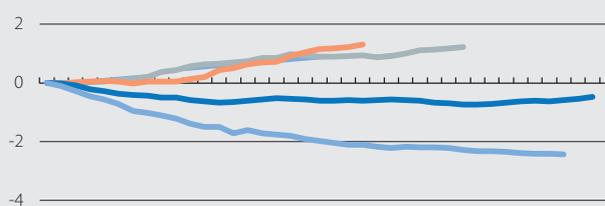
*Nota:* \* Diferencial entre as taxas de juro de ativos do setor empresarial com um rating BBB ou superior e ativos com um rating BB ou inferior.

*Fonte:* BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

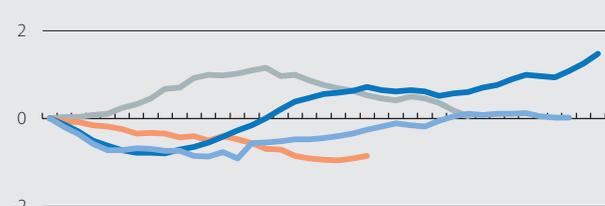
### O ciclo do crédito: famílias \*

Variação acumulada em p. p. em relação ao início do ciclo

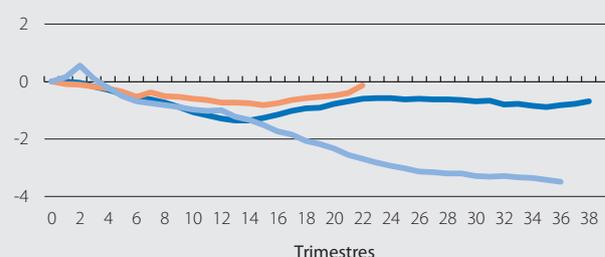
#### Pagamentos de dívida hipotecária (% do rendimento disponível)



#### Pagamentos de créditos ao consumo (% do rendimento disponível)



#### Rácio de incumprimento das famílias



*Nota:* \* Todas as séries estão normalizadas a 0 no início da fase de expansão determinada de acordo com o NBER. O rácio de incumprimento das famílias abrange tanto os empréstimos ao consumo como empréstimos hipotecários, ponderados pelo peso relativo de cada um deles.

*Fonte:* BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

com taxas de juro mais altas). Finalmente, destaque também para a forte queda na utilização de linhas de crédito hipotecário (empréstimos ao consumo nos quais a habitação é utilizada como garantia). Desta forma, no seu conjunto, a dívida das famílias constitui uma fonte de risco claramente mais moderada do que a da anterior fase de expansão e, para os próximos trimestres, a robustez demonstrada pelo mercado de trabalho deve permitir que a taxa de incumprimento permaneça em níveis baixos.

Do lado da dívida das empresas não financeiras, a situação é menos pacífica. Situada em 73% do PIB, a dívida das empresas está atualmente em torno dos seus máximos históricos, embora, tal como é possível observar no último gráfico, o aumento acumulado na atual fase do ciclo tenha ocorrido mais lentamente do que nas fases de expansão anteriores. No entanto, considerando estes níveis, indicadores como a facilidade de acesso ao crédito podem ajudar-nos a esclarecer se o aumento desta dívida pode marcar o início de uma fase mais avançada do ciclo do crédito.

Como reflete o segundo painel do terceiro gráfico, as expansões começam com uma melhoria na facilidade de acesso ao crédito<sup>3</sup> (por exemplo, porque as boas perspectivas económicas melhoram o perfil de crédito dos mutuários). Por sua vez, durante os últimos momentos da fase de expansão, a deterioração das perspectivas de crescimento e a menor tolerância ao risco tendem a restringir as condições de acesso ao crédito. Neste sentido, os últimos dados mostram que no 4T 2018 ocorreu um aperto nas condições de acesso ao crédito. Por um lado, o mesmo pode ser um aumento pontual (é o primeiro aperto em quase três anos) fruto das turbulências financeiras que tiveram lugar no final do ano. No entanto, alguns analistas sugerem que esta situação é, por si só, um sinal de maior cautela no acesso aos empréstimos para o setor empresarial devido à antecipação da possível deterioração do perfil de crédito dos mutuários e do valor das garantias.<sup>4</sup>

Nesta linha, o terceiro painel do terceiro gráfico mostra que, no 4T 2018, ocorreu um ligeiro aumento do prémio de risco da dívida das empresas com pior perfil de crédito,<sup>5</sup> embora o mesmo ainda permaneça em níveis historicamente baixos. Na verdade, o mesmo gráfico mostra que nas duas últimas expansões, este diferencial teve tendência para comprimir à medida que o ciclo económico avançava: ou seja, a maturidade da expansão foi acompanhada por uma redução do custo de financiamento das empresas com notação de crédito baixa. No entanto, isto pode levar a uma deterioração na qualidade da dívida total existente no mercado, dado que as empresas com um perfil de crédito mais arriscado podem obter financiamento a um custo relativamente menor. Neste sentido, tanto o FMI como a Fed têm alertado sobre o aumento da concessão de crédito para empresas que já estão fortemente endividadas e destacam o facto de que, nos EUA, a percentagem de novas emissões de dívida representadas por empresas com uma alavancagem elevada passou de pouco mais de 20% em 2010 para mais de

3. Segundo dados do Senior Loan Officer Opinion Survey, um inquérito no qual as instituições financeiras indicam se estão a restringir ou a relaxar as condições de acesso ao crédito em relação ao trimestre anterior.

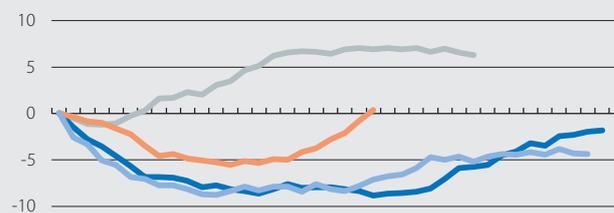
4. Capital Economics (2019), «Tighter lending standards point to further slowdown».

5. Especificamente, o diferencial entre as obrigações emitidas por empresas com um *rating* igual ou superior a BBB e as empresas com um *rating* BB ou inferior.

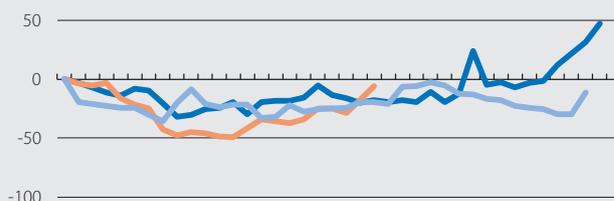
## O ciclo do crédito: empresas não financeiras \*

Variação acumulada em p. p. em relação ao início do ciclo

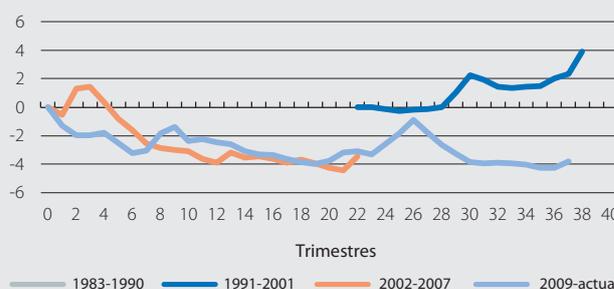
### Componente cíclica da dívida das empresas não financeiras (% do PIB)



### Facilidade de acesso ao crédito



### Diferencial das taxas de juro entre empresas com rating alto e baixo



**Nota:** \* Todas as séries estão normalizadas a 0 no início da fase de expansão determinada de acordo com o NBER. No primeiro painel, a componente cíclica é estimada através do filtro Hodrick-Prescott. O segundo painel mostra a percentagem de instituições financeiras que restringem o acesso ao crédito, de acordo com as respostas do inquérito da Reserva Federal. Os valores mais altos correspondem a um aperto no acesso ao crédito, enquanto os valores mais baixos indicam uma maior facilidade de crédito. No terceiro painel, mostramos a diferença entre o custo de financiamento das empresas com um *rating* igual ou maior que BBB e as empresas com *rating* BB ou menor. Os dados para este indicador só estão disponíveis desde 1998.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal e da Reserva Federal de St. Louis.

60% no 3T 2018.<sup>6</sup> A preocupação é que, face ao aperto das condições de acesso ao crédito (por exemplo, devido à deterioração das perspectivas macroeconómicas), estas empresas poderiam encontrar dificuldades para cumprir os pagamentos de juros e de capital, podendo amplificar os efeitos da desaceleração económica.

Em suma, o ciclo de crédito está num ponto em que coexistem sinais que indicam que a fase de expansão ainda tem um caminho a percorrer, com outros que sugerem focos de vulnerabilidade. Especificamente, o aumento da dívida das empresas que já estão altamente endividadas representa um risco que se pode ativar tanto no caso de uma desaceleração da atividade mais acentuada do que é de esperar, como face a sinais de sobreaquecimento que possam forçar a Fed a aumentar as taxas de juro.

6. São consideradas empresas com um elevado nível de endividamento as que possuem um rácio EBITDA (receitas antes de juros, impostos e amortizações) superior a 5. Para mais informação, ver Brainard, L. (2018). «Assessing Financial Stability over the Cycle». Federal Reserve Board.

**Taxas de juro (%)**

	31-mar	28-fev	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,31	0	-0,2	1,7
Euribor 12 meses	-0,11	-0,11	0	0,5	7,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,55	-0,53	-3	1,4	9,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,60	-0,52	-8	0,8	0,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,07	0,18	-25	-31,2	-56,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,10	1,17	-8	-31,9	-6,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,25	1,47	-22	-47,1	-35,8
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Libor 3 meses	2,60	2,62	-2	-20,8	28,8
Libor 12 meses	2,71	2,86	-15	-29,5	4,8
Dívida pública a 1 ano	2,39	2,54	-15	-20,9	30,5
Dívida pública a 2 anos	2,26	2,51	-25	-22,8	-0,6
Dívida pública a 10 anos	2,41	2,72	-31	-27,9	-33,4

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

	31-mar	28-fev	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	66	62	4	-22,7	6,1
Itraxx Financeiro Sénior	79	74	6	-29,0	14,0
Itraxx Financeiro Subordinado	161	150	11	-67,3	31,9

**Taxas de câmbio**

	31-mar	28-fev	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,122	1,137	-1,3	-2,2	-9,0
EUR/JPY (ienes por euro)	124,350	126,670	-1,8	-1,2	-5,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,857	0,4	-4,3	-2,1
USD/JPY (ienes por dólar)	110,860	111,390	-0,5	1,1	4,3

**Matérias-primas**

	31-mar	28-fev	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	425,6	412,8	3,1	4,0	-2,6
Brent (\$/barril)	68,4	66,0	3,6	27,1	-2,7
Ouro (\$/onça)	1.292,3	1.313,3	-1,6	0,8	-2,5

**Rendimento variável**

	31-mar	28-fev	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.834,4	2.784,5	1,8	13,1	7,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.351,7	3.298,3	1,6	11,7	-0,3
Ibex 35 (Espanha)	9.240,3	9.277,7	-0,4	8,2	-3,8
PSI 20 (Portugal)	5.206,6	5.185,4	0,4	10,0	-3,7
Nikkei 225 (Japão)	21.205,8	21.385,2	-0,8	6,0	-1,2
MSCI emergentes	1.058,1	1.051,0	0,7	9,6	-9,6

## O ritmo de crescimento abranda e mantêm-se os focos de risco

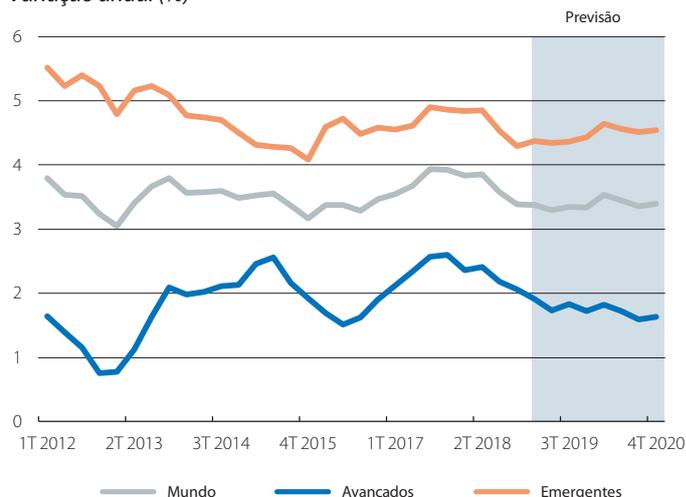
A economia apresenta uma dinâmica mais lenta no primeiro período do ano. Em particular, o índice de sentimento empresarial (PMI) compósito global aumentou ligeiramente em fevereiro (de 52,1 pontos em janeiro para 52,6 pontos em fevereiro), mas mantém-se em níveis inferiores aos de 2018 (média de 53,6). Os dados de atividade globais estão a refletir o impacto de fatores temporários adversos nas economias avançadas (por exemplo, o encerramento da Administração Federal aliado a condições meteorológicas adversas nos EUA e as dificuldades do setor automóvel na Zona Euro) no primeiro período de 2019. No seu conjunto, os indicadores consolidam o cenário macroeconómico do BPI Research, que prevê uma ligeira desaceleração no crescimento mundial de 3,7% em 2018 para 3,3% em 2019, um ritmo de crescimento que continua a ser favorável. No entanto, neste cenário continuam a predominar fatores de risco com tendência negativa, como a elevada incerteza geopolítica global e as dúvidas em relação ao desempenho da China em 2019, embora pelo lado positivo esteja a apaziguar das tensões comerciais entre os EUA e a China.

**Perspetivas positivas em termos comerciais.** Apesar das tensões comerciais terem tido repercussões, como por exemplo na quebra dos volumes de comércio reais no final de 2018, as negociações entre os EUA e a China continuam a oferecer uma tendência construtiva e sugerem uma diminuição desta fonte de incerteza nos próximos meses. Recentemente, a China anunciou uma nova lei de investimento estrangeiro, que incorpora algumas das reivindicações dos EUA em matéria comercial (especificamente, as relacionadas com a transferência de tecnologia e maiores facilidades para o acesso das empresas estrangeiras ao mercado chinês). Assim, aumentaram as expectativas de que as duas potências possam alcançar um acordo comercial mínimo a curto prazo para evitar novas vagas protecionistas e que os fluxos comerciais de alguns produtos possam aumentar entre os dois países.

**Mantém-se a convulsão sobre o acordo do Brexit e aumenta a incerteza.** A UE concedeu uma extensão do artigo 50 (o Brexit estava previsto para 29 de março), para que o Parlamento britânico decida até 12 de abril (data limite estabelecida por Bruxelas) quais são as medidas que vai tomar. Assim, é de esperar uma tensão política elevada em Westminster durante as duas primeiras semanas de abril, com três alternativas: o Reino Unido pedirá uma extensão prolongada para reavaliar a estratégia (neste caso, participará nas eleições europeias de maio), que o Parlamento aprove finalmente o acordo de saída negociado por Theresa May (uma situação que parece complicada considerando que o Parlamento já o chumbou três vezes, não sendo de prever que os trabalhistas e os unionistas da Irlanda do Norte mudem de opinião) ou que a 12 de abril ocorra uma saída abrupta. Assim, a primeira opção parece ser a mais provável, embora a fragilidade do governo e a falta de consenso não permitam descartar uma saída desordenada a 12 de abril.

### PIB: crescimento mundial

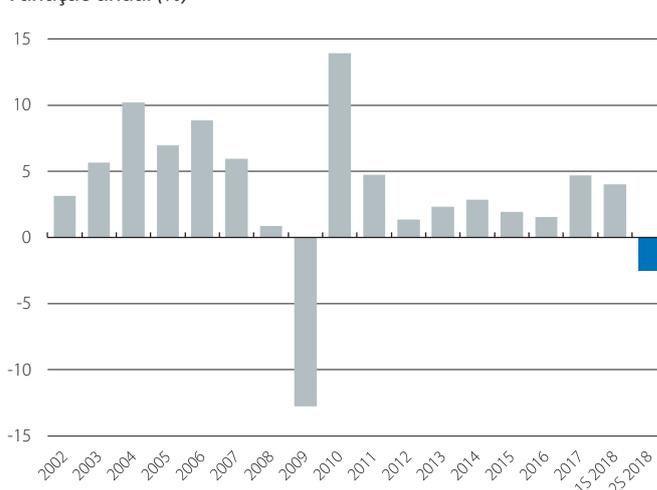
Varição anual (%)



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

### Comércio internacional de bens

Varição anual (%)



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

### EUA: mercado de trabalho

(%)

(%)



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

## ESTADOS UNIDOS

**A economia norte-americana entra em fase de desaceleração.** A atividade dos EUA diminuirá o seu ritmo de crescimento em 2019, dado que a dinâmica dos incentivos fiscais implementados no final de 2017 e início de 2018 dissipar-se-á nos próximos trimestres. No entanto, espera-se que esta desaceleração seja suave e que a economia continue a crescer ligeiramente acima dos 2% em 2019. Entre os riscos para o crescimento em 2019 destaque para os de natureza fiscal: é provável a ocorrência de novos encerramentos administrativos, existe o risco de aplicação de cortes significativos sobre a despesa se os democratas e republicanos não chegarem a acordo sobre os novos limites de despesa, e parece ser cada vez mais improvável que a atual Administração consiga apoio suficiente para um maior investimento em infraestruturas (para uma análise mais minuciosa, ler o Focus «O que vai acontecer à política fiscal norte-americana? *Whatever will be, will be*», nesta mesma *Informação Mensal*). Para além da totalidade do ano, é relevante mencionar que existiram três fatores que provavelmente prejudicaram os dados de crescimento do PIB no primeiro trimestre. Por um lado, devido a dois fatores temporários, como são o caso do encerramento parcial da Administração Federal americana em janeiro e a vaga de frio extremo que assolou o norte do país e que paralisou grandes cidades. Por outro, devido aos tradicionais problemas de sazonalidade na série do PIB no 1T que afetam normalmente os valores do primeiro trimestre de cada ano.

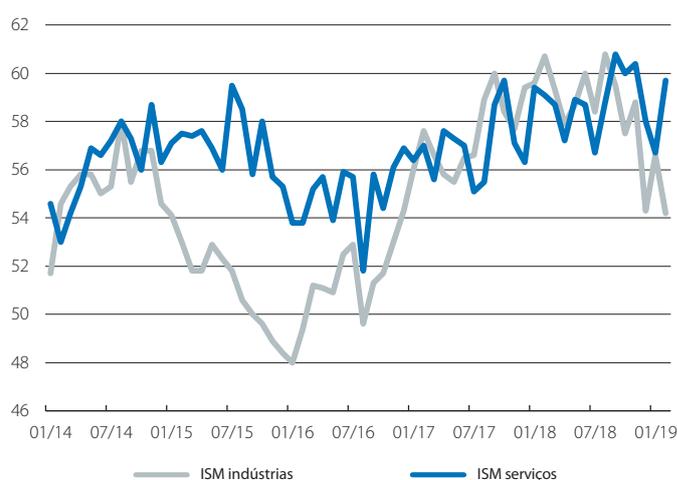
**Os indicadores de atividade económica continuam a registar valores significativos, mas é preciso ter cuidado com os riscos fiscais.** De forma particular, os índices de sentimento empresarial (ISM) permaneceram sólidos em fevereiro (54,2 pontos no setor industrial e 59,7 no não industrial, ambos confortavelmente acima dos 50 pontos que demarcam a zona de expansão da zona de recessão), enquanto outros indicadores de atividade, como as vendas a retalho, recuperaram consideravelmente (+2,3% homólogo em janeiro). Por sua vez, os dados do mercado de trabalho foram mais ligeiros em fevereiro, uma situação explicada por elementos temporários e que devem ser contextualizados dentro de um mês de janeiro que foi excepcionalmente bom.

## ZONA EURO

**Estabilização da economia europeia em 2019.** Os indicadores de atividade e de sentimento do primeiro período de 2019 na Zona Euro dão sinais de ligeiras melhorias em relação ao último período de 2018 e estão em linha com as dinâmicas de crescimento favorável mas moderado. Em março, acentuou-se a divergência entre setores: o PMI dos serviços continuou forte (52,7 pontos) graças à força da procura interna, enquanto o PMI das indústrias caiu para níveis que não eram observados desde 2012 (47,6 pontos) devido às perturbações no setor automóvel e à maior fraqueza da procura global. Assim, é de esperar que a economia europeia cresça muito ligeiramente no primeiro semestre do ano (cerca de 1,0% em termos homólogos) para acelerar ligeiramente na segunda metade do ano (sempre e

## EUA: indicadores de atividade ISM

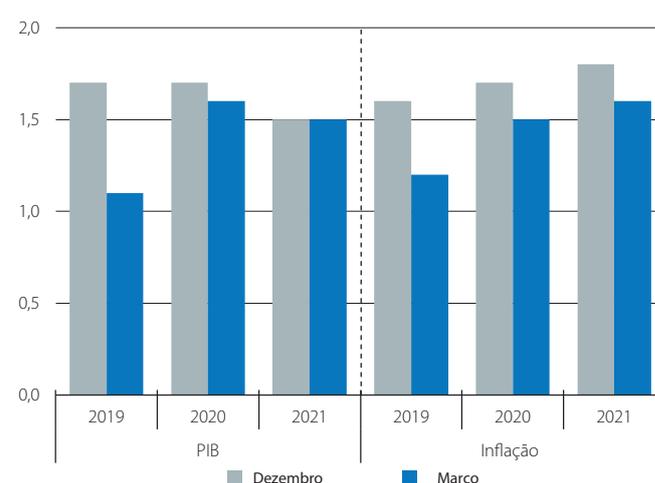
Índice



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

## Zona Euro: previsões do BCE para o PIB e inflação

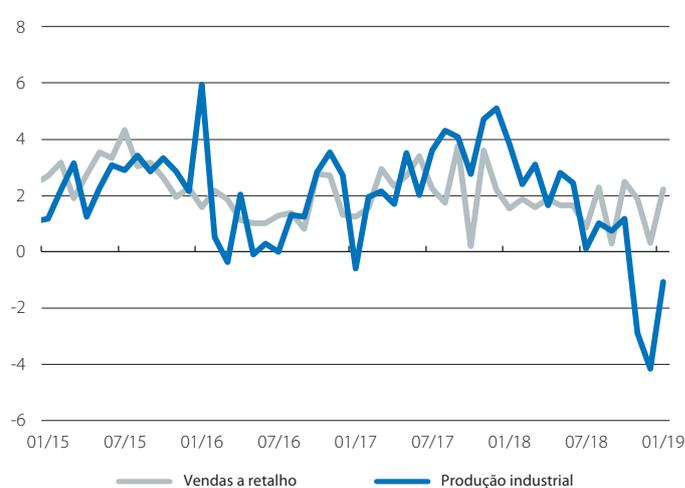
Variação anual (%)



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

## Zona Euro: indicadores de atividade

Variação homóloga (%)



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

quando as perturbações temporárias se atenuem, melhore o sentimento mediante a diminuição das tensões comerciais e que o setor automóvel consiga atingir uma adaptação plena à nova normativa). Os principais organismos como a OCDE e o BCE reduziram as suas previsões em 2019 para níveis cerca de 1,0%, mas coincidem com a projeção do BPI Research que prevê que, após a quebra registada durante o primeiro semestre de 2019, a economia vai mostrar um maior dinamismo.

**O motor alemão já não puxa com a mesma força.** Os problemas do setor automóvel para se adaptar à nova legislação de emissões somam-se à perda de vigor ao nível da procura global de carros (nos EUA e na Zona Euro devido a um impulso cíclico mais reduzido, e na China porque os consumidores decidiram esperar pela oferta de incentivos fiscais por parte do governo) e estão a afetar tanto as exportações como a produção industrial alemã no 1T 2019. Neste sentido reduzimos as previsões para 2019 da Alemanha em 0,3 p. p. (para 1,0%) e as de 2020 em 0,1 p. p. (1,6%), o que por sua vez implica uma revisão técnica da Zona Euro de -1 décima para 1,3% em 2019.

## RESTO DO MUNDO

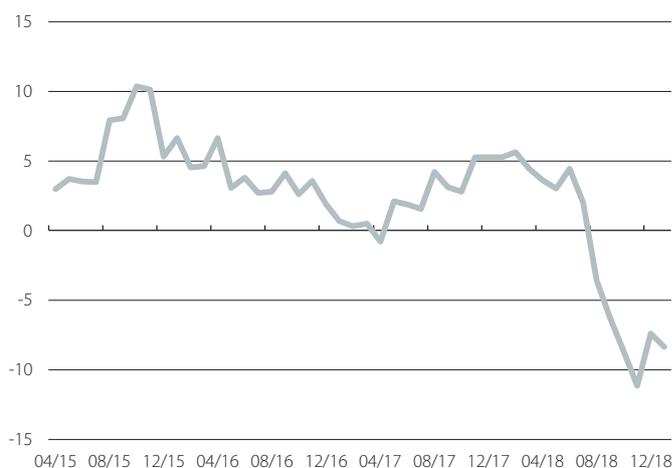
**Japão: surpresa agradável.** A segunda estimativa para o 4T 2018 mostrou um crescimento em cadeia do PIB de 0,5% (primeira estimativa: 0,3%), após a queda de 0,7% registada no trimestre anterior, afetada por perturbações temporárias, como as inundações e uma vaga de calor extremo. Assim, no cálculo total de 2018, o crescimento do PIB foi de 0,8% (superando os 0,7% estimados anteriormente).

**O governo chinês reage e emite uma mensagem de tranquilidade.** O governo chinês aprovou reduções fiscais que vão ajudar o setor privado, e medidas para fomentar as despesas municipais com infraestruturas, num incentivo fiscal estimado em cerca de 1,0% do PIB. Embora a dimensão deste incentivo seja inferior em comparação com as medidas de apoio fiscal aprovadas aquando de episódios anteriores, como ocorreu com as turbulências de 2015-2016 ou a crise global de 2008-2009 (esta situação pode-se explicar tanto por causa de uma menor margem de manobra orçamental como pelo facto da desaceleração atual estar a seguir uma tendência menos acentuada), os anúncios tranquilizaram os mercados, uma vez que refletem a vontade inequívoca do executivo chinês de intervir para implementar medidas que impeçam uma quebra brusca da economia.

**A economia turca continua a não dar sinais de recuperação.** Em 2018, o crescimento do PIB turco foi de 2,9%, o mais baixo desde a recessão de 2009, devido à crise económica que assola o país desde o último verão. Após crescer apenas 1,8% no 3T, o PIB no 4T caiu 3,0% em termos homólogos devido à forte contração da procura interna, marcada por quedas muito significativas no consumo e no investimento. Além disso, a dinâmica negativa do crescimento vai prosseguir provavelmente nos próximos trimestres, o que faz prever que 2019 será um ano difícil para a economia turca.

## Zona Euro: produção de motores de veículos

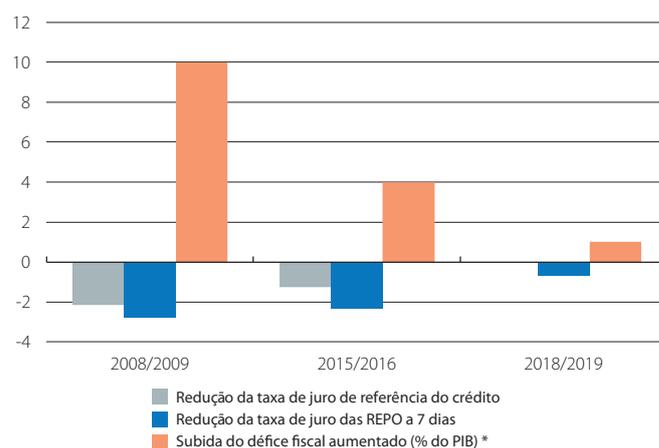
Variação homóloga (média móvel de 4 meses)



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

## China: incentivos da política económica

(%)

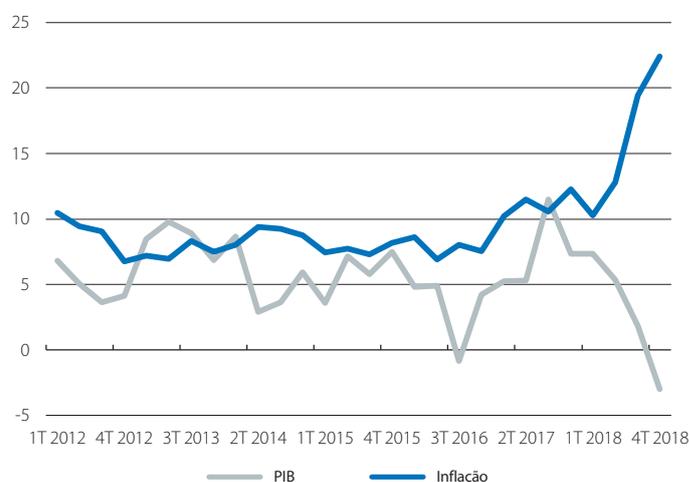


Nota: \* Défice orçamental do Governo central e dos Organismos locais, expresso em percentagem do PIB.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Capital Economics e da Thomson Reuters.

## Turquia: PIB e inflação

Variação anual (%)



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

## O que vai acontecer à política fiscal norte-americana? Whatever will be, will be

Após crescer 2,9% em 2018, os EUA apresentam um mercado de trabalho em praticamente pleno emprego, uma diminuição das disputas comerciais que mantêm com a China e uma política monetária em terreno neutro: a economia norte-americana está a atravessar um bom momento. No entanto, existem riscos latentes que podem afetar a evolução positiva da atividade. Neste artigo analisamos como um deles, a política fiscal, pode condicionar o cenário nos próximos trimestres.

### Condicionantes da política fiscal

Convém recordar que no final de 2017, foi aprovada uma forte redução fiscal<sup>1</sup> e que, no início de 2018, o presidente Donald Trump deu luz verde a um aumento da despesa pública de 0,7% do PIB em 2018 e 2019. Sem dúvida, estas políticas com um cariz amplamente expansionista têm um impacto significativo sobre o crescimento económico a curto prazo (de 0,7 p. p. em 2018 e 0,2 p. p. em 2019, de acordo com as nossas estimativas).<sup>2</sup> No entanto, o seu efeito vai desaparecer nos próximos trimestres e, daí em diante, o papel da política fiscal vai depender em maior medida de três novos elementos: (i) possíveis encerramentos administrativos, (ii) cortes automáticos da despesa e (iii) a despesa com infraestruturas (ver o primeiro gráfico).

Após começar o ano com o encerramento mais longo da história da Administração federal dos EUA (35 dias), a necessidade de que o Congresso aprove tanto a despesa federal como um limite de endividamento poderia desencadear outra paralisação da Administração em 2019. Antes do final do ano fiscal, a 30 de setembro, o Congresso deve aprovar (com a ratificação do presidente) um novo orçamento. Sem orçamento, muitos serviços da administração correm o risco de ficarem paralisados. A atual proposta de orçamento do presidente Trump, na qual existe uma rubrica especial para o financiamento do famoso «muro» com o México, não vai provavelmente obter consenso suficiente num Congresso dividido (convém recordar que a Câmara Baixa está controlada pelos democratas, enquanto a Alta está nas mãos dos republicanos). Neste caso, o Congresso deverá aprovar uma extensão temporária do financiamento da Administração federal, uma situação que no passado causou diversos encerramentos de agências governamentais.

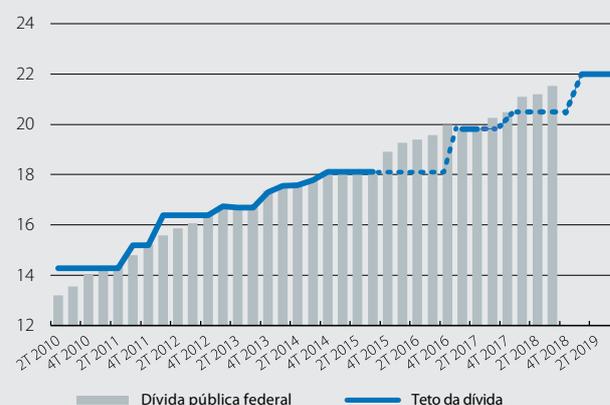
1. Elementos de destaque da reforma fiscal foram a redução do imposto sobre as sociedades (de 35% para 21%) ou a redução da taxa marginal máxima sobre o rendimento das pessoas singulares (de 39,6% para 37%).  
2. De acordo com estimativas do BPI Research, em 2018 o impacto do incentivo fiscal sobre o crescimento económico foi de 0,73 p. p., onde 0,36 p. p. procediam da reforma fiscal e 0,37 p. p. do aumento da despesa. Em 2019, o impacto do incentivo fiscal estima-se em 0,24 p. p., principalmente a partir da reforma fiscal.

### EUA: datas-chave

2 de março de 2019	É restabelecido o teto de dívida (que foi suspenso em fevereiro de 2018).
De agosto a outubro de 2019	Estima-se que o Tesouro deixará de ter liquidez para continuar a executar a despesa pública orçamentada.
1 de outubro de 2019	Risco de encerramento da Administração federal: ao começar um novo ano fiscal, <b>devem ser aprovadas várias rubricas de despesa.</b>
1 de janeiro de 2020	É restabelecida a regra de despesa de 2017, o que poderia implicar uma redução significativa da despesa pública (~100.000 milhões de dólares).

Fonte: BPI Research.

### EUA: dívida pública e teto da dívida (Biliões de dólares)



Nota: A linha a tracejado mostra períodos onde o teto da dívida esteve suspenso.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Treasury.

Em segundo lugar, após a Primeira Guerra Mundial, o Congresso americano criou a figura do «teto da dívida»: um valor limite acima do qual o Tesouro do país não pode emitir nova dívida para financiar o governo. Se se atingir este valor sem aumentar o teto da dívida ou sem que o cumprimento obrigatório seja suspenso, a Administração também será forçada a fechar as suas portas. Após pouco mais de um ano suspensa, a 2 de março de 2019 entrou novamente em vigor a regra do teto da dívida, com um limite de 22 bilhões de dólares (ver o segundo gráfico). Estima-se que o limite possa ser alcançado entre agosto e outubro deste ano. Assim, não é de desprezar o risco de um novo encerramento administrativo.

O segundo elemento que pode afetar negativamente (e de forma substancial) o crescimento da economia dos EUA em 2020 é denominada confiscação ou *sequester*. As leis norte-americanas estabelecem uma série de restrições ao crescimento do orçamento público e limites à despesa pública. Muitas vezes estes limites estão suspensos e não são aplicados (tal como chegou a acontecer com o teto da dívida). De

facto, estes limites à despesa (*spending caps*) estão suspensos até 31 de dezembro de 2019. No entanto, se antes dessa data o Congresso não aprovar novos limites ou se não os voltar a suspender, a 1 de janeiro de 2020 entrariam em vigor cortes automáticos à despesa federal por um valor de 126.000 milhões de dólares (71.000 em matéria de defesa e 55.000 noutras rubricas).<sup>3</sup> Apesar da informação disponível sugerir que devam ser acordados novos limites menos restritivos, é altamente provável que seja aplicado algum tipo de corte no nível de despesa, especialmente perante um défice público estrutural que em 2018 ultrapassou 5% do PIB.

Finalmente, e contrastando com os dois primeiros elementos fiscais mencionados, a aprovação de um aumento substancial na despesa em infraestruturas poderia impulsionar o crescimento em 2020. Nas eleições presidenciais de 2016, um dos poucos pontos em comum do então candidato republicano Donald Trump e da democrata Hillary Clinton era a necessidade de aumentar a despesa em infraestruturas. É que a evolução da qualidade das infraestruturas dos EUA tem sido uma das mais desfavoráveis entre os países avançados.<sup>4</sup> No entanto, atualmente parece que existem poucas possibilidades de o Congresso chegar a um acordo sobre infraestruturas. O plano apresentado pela Administração Trump no início de 2018, que prometia uma despesa de 1,5 biliões de dólares em infraestruturas em 10 anos, e dos quais apenas 200.000 milhões seriam financiados por intermédio de despesas federais (a maior parte dos fundos resultaria de investimentos de parcerias público-privadas, que nos EUA ainda escasseiam), é mais um desejo do que uma realidade, visto que a proposta não gera consenso entre democratas e republicanos. Além disso, num contexto político claramente dividido e com as eleições primárias do Partido Democrata a terem lugar no verão, parece improvável que os democratas queiram apoiar uma das promessas eleitorais de Trump antes das eleições presidenciais de 2020.

### Impacto económico

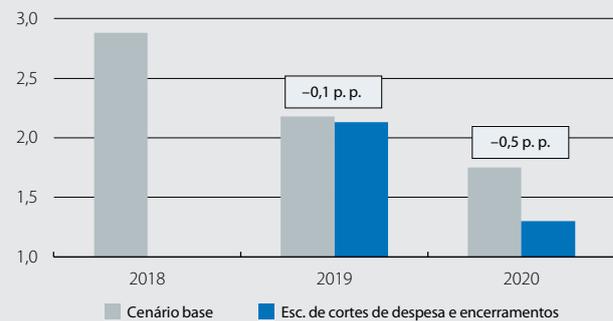
Qual poderá ser a relevância económica dos elementos fiscais que acabámos de mencionar? Para responder a esta pergunta, propomos um cenário onde ocorrem a maior parte dos impactos negativos de natureza fiscal explicados. Especificamente, assumimos que durante 2019 haverá um novo encerramento administrativo com um impacto semelhante ao que ocorreu durante os últimos dias de 2018 e os primeiros de 2019; que haverá um corte automático da despesa por um valor de 126.000 milhões de dólares, e que os democratas e republicanos não vão acordar um plano de infraestruturas significativo.

3. Corte estimado pelo Senate Committee on the Budget Bulletin (7 de junho de 2018). «Spending Caps and the New Fiscal Cliff». O valor total do corte automático não é conhecido com certeza absoluta, mas todas as estimativas colocam-no em torno dos 100.000 milhões de dólares.

4. Ver o Artigo «EUA: investir ou não investir, eis a questão» no Dossier da IM03/2017.

### EUA: cenários de crescimento do PIB

Varição anual (%)



**Nota:** O cenário base considera apenas encerramentos da Administração que foram afetados ao longo do tempo e com um impacto económico muito limitado. O cenário de cortes na despesa e de encerramentos prevê cortes automáticos da despesa pública por um valor de 126 mil milhões de dólares em 2020 e um novo encerramento da Administração com a mesma dimensão do ocorrido no 1T 2019. Nas caixas do gráfico é indicada a diferença entre o cenário base e o cenário de cortes.

**Fonte:** BPI Research.

Para o impacto económico do hipotético encerramento administrativo no final de 2019 utilizámos as estimativas que o Congressional Budget Office efetuou para o encerramento que ocorreu no início de 2019, segundo as quais o mesmo teria reduzido o crescimento do PIB em cadeia anualizado no 1T 2019 em 0,4 p. p.<sup>5</sup> Por sua vez, para calcular o impacto dos cortes automáticos da despesa, considerámos diferentes estimativas sobre os multiplicadores fiscais norte-americanos, aplicando-os à redução prevista da despesa, tanto em matéria de defesa como noutras rubricas.<sup>6</sup>

Como é possível observar no terceiro gráfico, com estes elementos, enquanto o crescimento económico em 2019 resistiria muito bem, a evolução em 2020 seria significativamente afetada (menos 5 décimas em comparação com o cenário base, para 1,3%). O aumento da resistência em 2019 deve-se ao facto de que a maior parte dos choques fiscais aconteceriam no final de 2019 e no início de 2020, mas também porque 2019 é um ano ainda influenciado positivamente por medidas fiscais expansionistas aprovadas no final de 2017 e no início de 2018.

5. Ver Congressional Budget Office (janeiro de 2019). «The Effects of the Partial Shutdown Ending in January 2019». Os efeitos negativos sobre o crescimento deveram-se, principalmente, à diminuição da atividade económica exercida pelos trabalhadores federais que foram mandados para casa e, em menor medida, à diminuição na despesa de bens e serviços por parte das agências federais e à menor procura resultante da suspensão dos salários federais (que serão pagos com carácter retroativo). Se bem que o efeito negativo sobre o crescimento do 1T 2019 será compensado por uma recuperação da atividade nos próximos meses, uma parte da atividade económica não vai recuperar.

6. Para despesa em matéria de defesa assumimos um multiplicador de 0,4 (baseado em Barro, R. J. e Redlick, C. J. (2011). «Macroeconomic Effects from Government Purchases and Taxes». *The Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 51-102), enquanto para as restantes rubricas situámos os multiplicadores entre 0,7 e 1,0 (Whalen, C. J. e Reichling, F. (2015). «The fiscal multiplier and economic policy analysis in the United States». *Contemporary Economic Policy*, 33(4), 735-746). De forma geral, estes valores correspondem ao limite inferior das estimativas, dado que, numa economia onde o *output gap* está em terreno positivo desde 2017, o impacto das medidas fiscais deveria ser colocado na parte inferior das estimativas.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,2	4,4	5,2	5,4	3,5	3,7	...
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	127,1	127,2	132,6	133,6	121,7	131,4
Produção industrial	–2,0	2,3	3,4	3,4	5,0	3,9	3,9	3,6
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,3	57,4	59,7	58,7	59,7	56,9	56,6	54,2
Habitacões iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.317	1.261	1.234	1.185	1.273	1.162
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	189	200	209	211	212	214	215	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	3,8
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,7	60,7
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	...
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	1,5
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	0,6	1,9	1,2	1,4	0,1	0,3	–	...
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,4	43,7	43,4	42,9	41,9	41,5
Produção industrial	0,2	2,9	2,0	1,3	–0,1	0,7	0,3	–1,0
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	24,0	21,0	19,0	19,0	–	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,7	0,5	0,4	0,4	0,1	–0,2	–0,4	–0,3
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	0,2	0,2
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	–	...
Vendas a retalho	10,4	10,3	9,9	9,0	9,0	8,3	8,2	8,2
Produção industrial	6,1	6,6	6,6	6,6	6,0	5,7	5,3	5,3
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,0	51,6	51,1	49,9	49,5	49,2
<b>Setor exterior</b>								
Balança comercial <sup>1</sup>	512	420	404	377	349	352	373	345
Exportações	–8,4	7,9	13,7	11,5	11,7	4,0	9,3	–20,7
Importações	–5,7	16,3	19,4	20,6	20,4	4,4	–1,5	–5,2
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,2	1,7	1,5
Taxa de juro de referência <sup>2</sup>	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	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.

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,3	1,7	1,7	1,1	1,6	2,2	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	2,9	3,1	2,3	0,6	-2,0	-1,1	...	...
Confiança do consumidor	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-6,9	-7,9	-7,4	-7,2
Sentimento económico	110,1	113,2	111,8	110,9	108,9	106,3	106,2	105,5
PMI indústrias	57,4	58,3	55,5	54,3	51,7	50,5	49,3	47,6
PMI serviços	55,6	56,4	54,6	54,4	52,8	51,2	52,8	52,7
<b>Mercado de trabalho</b>								
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	-	...	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,8	...	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	...	...
França (% pop. ativa)	9,4	9,2	9,0	9,0	8,9	8,8	...	...
Itália (% pop. ativa)	11,3	10,9	10,7	10,3	10,6	10,5	...	...
Espanha (% pop. ativa)	17,2	16,2	15,4	15,0	14,5	14,1	...	...

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
Inflação geral	0,2	1,5	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,5
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,2	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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Balança corrente</b>	3,4	3,5	3,6	3,9	3,6	3,2	3,2	...
Alemanha	8,4	8,0	7,9	8,1	7,5	7,3	7,2	...
França	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,7	-0,5	...
Itália	2,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6	2,6	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,6	1,3	0,9	0,9	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,3	96,5	99,6	98,5	99,2	98,5	97,8	97,4

Nota: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. 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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19
<b>Financiamento do setor privado</b>								
Crédito a sociedades não financeiras	1,8	2,5	3,3	3,7	4,2	3,9	3,4	3,7
Crédito às famílias <sup>1,2</sup>	1,7	2,6	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>3</sup> (%)	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>4</sup> (%)	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos à vista	10,0	10,1	9,2	8,0	7,3	7,1	6,4	6,9
Outros depósitos a curto prazo	-1,8	-2,7	-2,2	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	-0,2
Instrumentos negociáveis	2,4	1,4	-5,8	-3,2	-5,6	-3,3	-0,1	-0,4
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	...

Notas: 1. Dados ajustados de vendas e titularizações. 2. Incluem as ISFLSF. 3. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 4. 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: a bom ritmo

**A atividade mostra um desempenho favorável no início do ano.** Assim, o indicador coincidente de atividade do Banco de Portugal evoluiu para 2,1% em fevereiro (1,9% em janeiro) e o indicador de atividade do INE aumentou 2,4% em termos homólogos em janeiro (após permanecer em 2,2% desde outubro). Além disso, as vendas a retalho aceleraram em janeiro e fevereiro em comparação com a média do 4T 2018, enquanto outros indicadores, como as vendas de cimento ou as vendas de viaturas comerciais, também mostraram sinais favoráveis. No entanto, estes dados coexistem com outras dinâmicas menos positivas. Por um lado, em fevereiro, o indicador coincidente do consumo privado do Banco de Portugal desceu ligeiramente (1,7%, após os 1,8% de janeiro) e o índice de confiança dos consumidores voltou a diminuir (-8,3 pontos em fevereiro em comparação com os -7,2 de janeiro), refletindo um menor otimismo das famílias em relação às perspetivas económicas para os próximos 12 meses. Por outro lado, no que se refere ao setor externo, em janeiro a balança comercial de bens voltou a deteriorar (com um aumento de 3.300 milhões de euros do défice comercial para 17.900 milhões, no acumulado nos últimos 12 meses) face ao maior crescimento das importações (8,5% homólogo) do que das exportações (4,8%). No seu conjunto, os indicadores sugerem que o ritmo de crescimento continua perto, mas ligeiramente abaixo de 2% no 1T 2019.

**A recuperação do mercado de trabalho continua dentro de um contexto de maior maturidade do ciclo.** Em fevereiro, a taxa de desemprego situou-se em 6,3% (-1,3 p. p. em relação a fevereiro de 2018), com uma diminuição de 64.600 pessoas da população desempregada (-16,5% homólogo), enquanto a população empregada ascendeu a 4.844.600 pessoas, um aumento de 62.700 trabalhadores em relação a fevereiro de 2018 (1,3% homólogo). No entanto, em ambos os casos, os ritmos de melhoria foram menores do que as médias registadas em 2018 (diminuição de 20,8% em termos de desemprego e um aumento de 2,3% no número de empregados), o que, juntamente com a diminuição das ofertas de emprego (-12,8% homólogo na média de janeiro e fevereiro de 2019), sugere uma evolução mais moderada do mercado de trabalho. Assim, apesar do mercado de trabalho manter uma dinâmica positiva, exhibe sinais de desaceleração em comparação com os últimos dois anos, uma situação que deverá prosseguir nos próximos trimestres e em conformidade com o cenário de crescimento mais suave do PIB.

**A taxa de inflação permanece estável em março.** De acordo com o índice de preços no consumidor (IPC) não harmonizado, a taxa de inflação geral permaneceu em 0,9% homólogo em março (o mesmo registo de fevereiro). Esta estabilidade foi resultado do equilíbrio entre o aumento dos preços da energia (+1,3% após os -0,7% de fevereiro) e a ligeira descida da taxa de inflação subjacente, que se situou em 0,7% no mês de março (1,0% em fevereiro). No entanto, para os próximos trimestres, esperamos uma ligeira aceleração da taxa de inflação graças ao

### Portugal: indicadores coincidentes de atividade

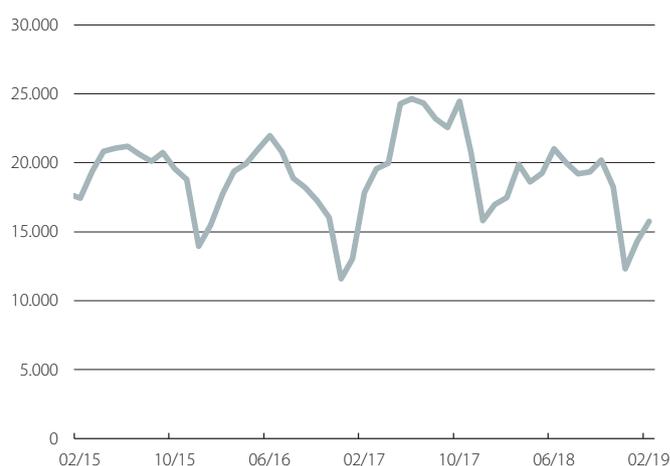
Varição homóloga



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

### Portugal: ofertas de emprego disponíveis

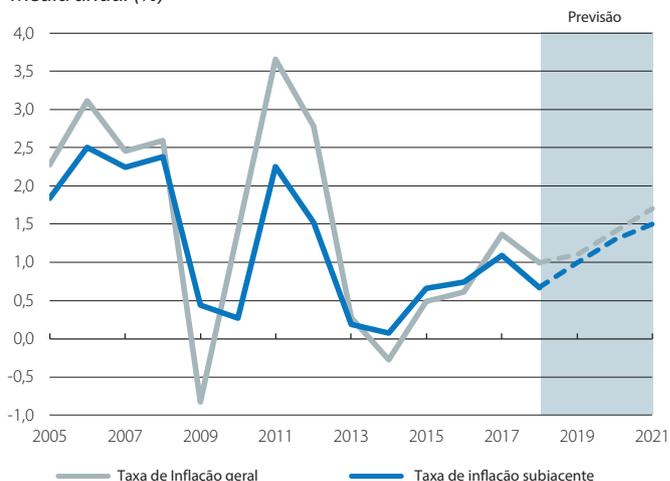
(Número de ofertas no final do mês)



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

### Portugal: inflação (IPC)

Média anual (%)



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

desempenho positivo do mercado de trabalho e, consequentemente, de um maior dinamismo dos salários.

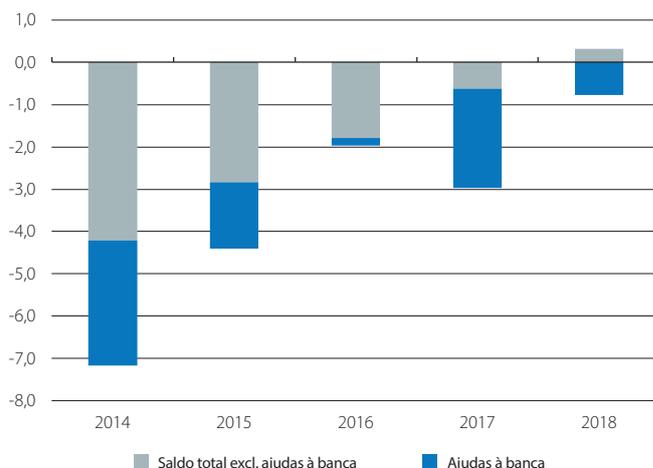
**Continua a correção do défice público.** Especificamente, o défice das Administrações Públicas foi de 913 milhões de euros em 2018 e situou-se em  $-0,5\%$  do PIB (em 2017 foi de  $-3,0\%$ , ou de  $-0,9\%$  excluindo a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos). Esta melhoria reflete tanto o forte crescimento das receitas ( $5,5\%$ ) como a diminuição de  $0,3\%$  da despesa pública (uma diminuição derivada do efeito de base da recapitalização da Caixa Geral de Depósitos, pelo que, se o excluirmos, a despesa total teria aumentado  $4,4\%$ ). O bom ritmo da atividade económica e do mercado de trabalho contribuíram para o aumento da receita fiscal contributiva ( $5,9\%$  homólogo), enquanto o contexto de taxas de juro baixas (aliado a condições de financiamento que se tornaram mais favoráveis graças aos diferentes aumentos da nota de crédito atribuída a Portugal por parte das agências de rating em 2018), contribuiu para uma queda homóloga de  $6,5\%$  nos encargos com juros ( $-481$  milhões de euros). Nesta mesma linha, em março, a S&P melhorou a nota de crédito da dívida soberana de Portugal de BBB- para BBB.

**Deterioração da capacidade de financiamento externo.** Em particular, a capacidade de financiamento externo do conjunto da economia desceu para  $0,2\%$  do PIB em 2018 ( $1,1\%$  em 2017), especialmente devido às maiores necessidades de financiamento do setor empresarial não financeiro (de  $-0,8\%$  em 2017 para  $-2,0\%$  em 2018, uma deterioração para a qual contribuiu fortemente o aumento do investimento no setor). Além disso, o setor financeiro manteve uma capacidade de financiamento líquida de  $1,9\%$  do PIB, embora represente uma clara deterioração em comparação com os  $3,8\%$  de 2017. Por outro lado, a capacidade de financiamento das famílias diminuiu, de  $1,0\%$  em 2017 para  $0,7\%$  em 2018, enquanto as Administrações Públicas reduziram as suas necessidades de financiamento para  $-0,5\%$  do PIB ( $-3,0\%$  em 2017, ou  $-0,9\%$  se excluirmos a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos). Em relação ao setor das famílias, destaque também para a ligeira redução da taxa de poupança, de  $4,7\%$  do rendimento disponível em 2017 para  $4,6\%$  em 2018.

**O setor imobiliário termina 2018 com dinamismo.** No último trimestre de 2018, o índice de preços da habitação cresceu  $9,3\%$  em termos homólogos (mais  $0,8$  p.p. do que o 3T), com um aumento de  $9,5\%$  no preço das habitações existentes e de  $8,5\%$  no preço das novas habitações. Assim, no conjunto de 2018, o índice de preços da habitação aumentou a um ritmo médio de  $10,3\%$  (um aumento de  $1,1$  p.p. em comparação com 2017). Além disso, em 2018 foram vendidas  $178.691$  habitações, mais  $16,6\%$  do que em 2017. Nos próximos trimestres, esperamos que o mercado imobiliário se mantenha dinâmico, suportado por uma procura de habitação que vai continuar a beneficiar de condições financeiras permissivas e de uma atividade turística que permanece forte apesar de um certo abrandamento. No entanto, a recuperação da construção de novas habitações contribuirá para uma desaceleração moderada no crescimento dos preços.

### Portugal: saldo público

(% do PIB)



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

### Portugal: poupança, rendimento e consumo das famílias

Variação homóloga (%)

(% do rendimento disponível)

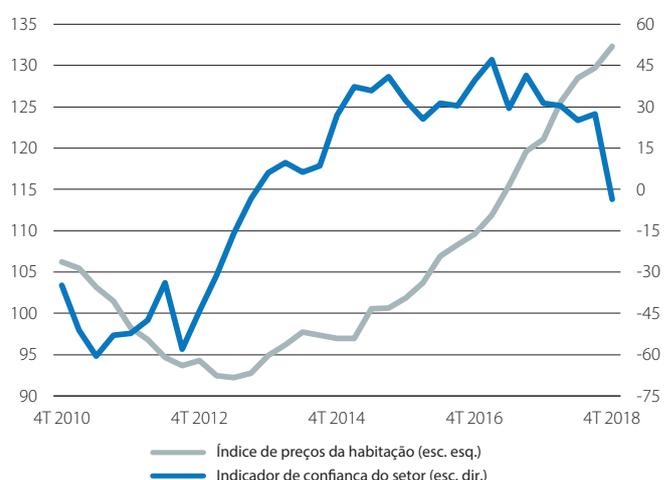


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

### Portugal: mercado imobiliário

Índice (100 = 2015)

Índice



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

## Portugal e o futuro da habitação

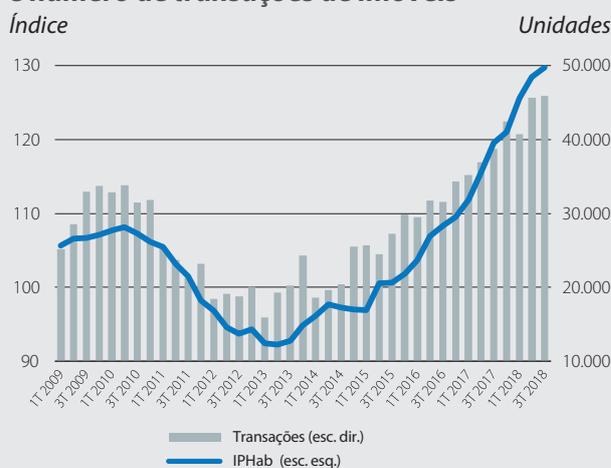
O setor imobiliário é de enorme importância para a economia portuguesa. As atividades imobiliárias e de construção representam 7,3% de todo o emprego nacional e a indústria da construção representou, em 2018, 8,1% do Produto Interno Bruto português. A importância do setor revela-se também pelo facto da habitação ser o principal ativo detido pelas famílias, o património imobiliário representava em 2017, 48% do total do património familiar. Devido a esta relevância, torna-se importante analisar os desenvolvimentos recentes no setor, os seus impactos e providenciar perspectivas futuras.

Nos últimos 5 anos, assistimos a desenvolvimentos marcantes no setor da habitação, com as transações de imóveis a dispararem e os preços da habitação a exibirem uma escalada inesperada, aumentando cerca de 40% (ver primeiro gráfico). De uma forma resumida, a escalada nos preços da habitação deveu-se a uma intensificação muito significativa da procura, que foi conjugada com a baixa oferta de imóveis. A oferta reduzida de habitação aconteceu devido à queda abrupta na atividade de construção verificada durante a última crise financeira. Uma vez que a construção de nova habitação é um processo demorado, a oferta de imóveis não consegue responder ao aumento da procura causando a subida dos preços. De facto, durante os últimos 5 anos, mais de 80% das transações efetuaram-se sobre imóveis já existentes.

Um dos principais dinamizadores da procura por habitação é comum a todos os países europeus: o ambiente de baixas taxas de juro com o qual o Banco Central Europeu (BCE) estabilizou e estimulou a economia europeia nos últimos anos. A reduzida rentabilidade dos ativos financeiros, em resultado das baixas taxas de juro, potenciou um aumento da procura por habitação com vista ao investimento. Outro dos dinamizadores da procura por habitação em Portugal, relaciona-se com o recente surto do turismo. O forte crescimento da atividade turística intensificou a procura de imóveis por parte de investidores, contribuindo para a dinamização do mercado imobiliário através do crescimento do alojamento local e da reabilitação de edifícios. A dinâmica do mercado imobiliário dos últimos anos foi também influenciada pela procura de imóveis por parte de não residentes. O regime de Vistos Gold, adotado em 2012, que confere benefícios fiscais a não residentes que investem em imobiliário ou atividades produtivas, estimulou a procura de habitação contribuindo para o aumento dos preços.

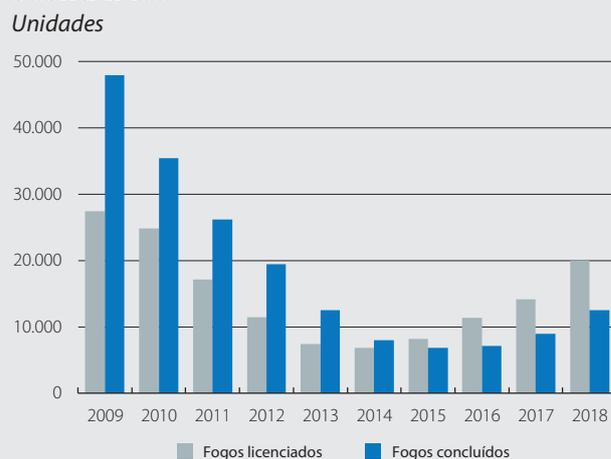
Nos próximos anos, é expectável que ocorra uma desaceleração da procura por habitação via abrandamento da atividade turística, uma vez que se espera que as condições financeiras continuem acomodáticas. A conjugação da desaceleração na procura, com a retoma da oferta, evi-

### Índice de Preços da Habitação (IPHab) e número de transações de imóveis



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

### Novos fogos para habitação: licenciados e concluídos



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

denciada pelo aumento dos fogos licenciados e concluídos a partir de 2015 (ver segundo gráfico), irá contribuir para uma moderação da taxa de crescimento dos preços da habitação.

### Como evoluiu a capacidade das famílias para comprarem casa e o que esperar a médio prazo?

De acordo com a última informação disponível,<sup>1</sup> eram necessários 9,1 anos do rendimento bruto per capita integral para pagar uma casa, mais um ano do que em setembro de 2016 e mais 2 do que em setembro de 2012, quando o preço médio das casas transacionadas<sup>2</sup> atingiu

1. Setembro de 2018 é o último período para o qual existe informação sobre o rendimento disponível das famílias.

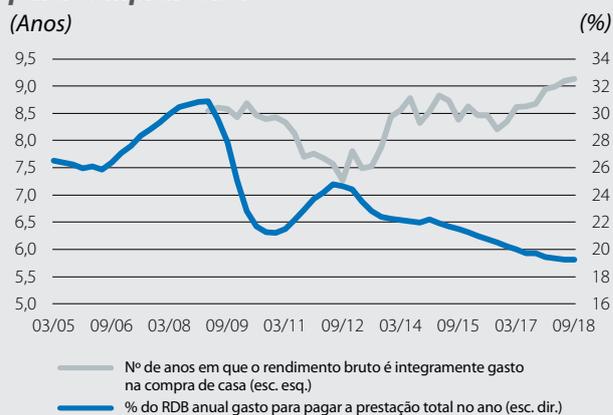
2. Os dados têm por base as estatísticas do INE para o número e valor das transações de alojamentos familiares.

o mínimo. A série relativa às transações residenciais é relativamente curta (início em 2009), mas a sua evolução mostra agravamento da taxa de acessibilidade, o que se explica pela valorização do mercado imobiliário nos anos mais recentes.

Dado que maioritariamente a compra de casa requer contratação de crédito, analisámos também a evolução da taxa de esforço hipotecária, que corresponde à percentagem do rendimento disponível bruto anual necessário para pagamento das prestações associadas ao crédito bancário no ano. Este rácio, para além de considerar a evolução do preço das casas e do rendimento das famílias, tem também em conta a evolução das taxas de juro. Em setembro de 2018, a taxa de esforço hipotecária situava-se em 19,3%, abaixo dos níveis máximos observados em 2009 (28,3%), refletindo as baixas taxas de juro resultantes da política monetária ultra acomodaticia do BCE (ver terceiro gráfico).

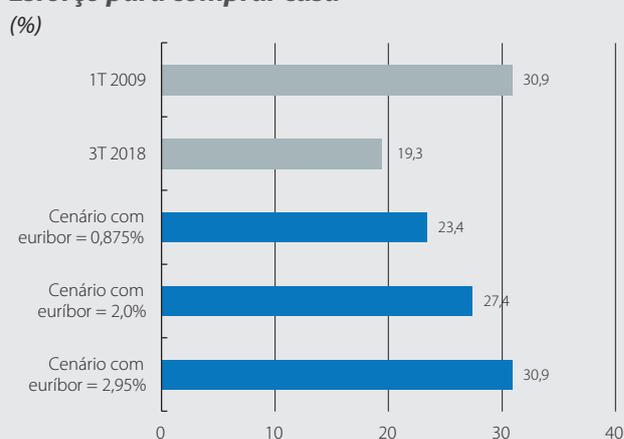
Nos próximos anos, à medida que o BCE reduzir os estímulos monetários, a taxa de esforço hipotecária irá beneficiar menos do ambiente de baixas taxas de juro presente nos anos anteriores. Contudo, as nossas estimativas sugerem que o impacto da normalização da política monetária do BCE sobre o esforço hipotecário será moderado. Assim, num contexto em que se prevê que os preços das casas continuem a subir e em que a taxa Euribor a 12 meses<sup>3</sup> média anual se situe em 0,875%, a taxa de esforço hipotecário sofreria um agravamento de 4,1 pontos percentuais, situando-se em 23,4%, ainda abaixo dos níveis observados em 2009. Com efeito, para que a taxa de esforço hipotecária se aproxime do nível de 2009 seria necessário que a taxa Euribor a 12 meses se aproximasse dos 3,0%, um cenário considerado improvável a médio-prazo, tanto pelo BPI Research como pelo Consensus dos analistas. De referir que o exercício realizado avalia apenas alterações nas taxas de juro. Todavia, nos próximos anos o rendimento disponível das famílias deverá continuar a melhorar, beneficiando de melhorias no mercado de trabalho, o que contribuirá para moderar o impacto da normalização da política monetária no esforço de aquisição de casa pelas famílias (ver quarto gráfico).

### Rácio de acessibilidade e taxa de esforço para comprar casa



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

### Esforço para comprar casa



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

3. Desde 2016, a taxa Euribor a 12 meses tem sido o indexante mais usado na contratação de novas operações de crédito para aquisição de casa.

**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	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
Índice coincidente para a atividade	2,9	2,1	2,2	1,9	1,8	1,7	1,8	1,9	2,1	...
<b>Indústria</b>										
Índice de produção industrial	4,0	-0,1	0,5	-1,8	-1,6	-3,4	-1,7	-3,3	-2,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	0,5	0,6	-0,6	-1,0	-0,6	-1,0	-1,3	-2,3
<b>Construção</b>										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,6	20,0	11,8	13,5	20,0	...	20,0	...	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	16,8	23,7	18,4	9,4	...	9,4	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - taxação)	5,1	5,8	6,1	6,2	6,1	6,2	6,1	6,3	6,8	...
<b>Serviços</b>										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	11,2	6,9	3,5	3,4	3,0	3,0	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	12,6	16,9	12,6	12,3	12,2	15,7	16,0	14,4
<b>Consumo</b>										
Vendas no comércio a retalho	4,1	3,8	2,6	2,3	4,6	4,3	3,7	5,5	4,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,7	2,4	2,5	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8	1,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-0,1	0,6	2,8	-0,2	-1,7	-1,8	-2,2	-7,2	-8,3	-9,5
<b>Mercado de trabalho</b>										
População empregada	3,3	2,3	2,4	2,1	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	6,3	...
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>...</b>	<b>1,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Preços**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
Inflação geral	1,4	1,0	1,0	1,4	0,8	0,9	0,7	0,5	0,9	0,9
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,8	1,0	0,7

**Setor 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	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
<b>Comércio de bens</b>										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,4	7,0	5,3	4,7	5,3	4,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,1	8,0	9,8	8,6	8,0	7,5	8,0	8,5	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	3,5	2,0	3,1	3,1	2,0	2,1	2,0	1,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-3,2	-3,1	-3,5	-3,2	-3,1	-3,2	-3,0	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	11/18	12/18	01/19	02/19	03/19
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>										
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,3	4,4	4,2	4,0	4,7	5,0	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	15,3	13,6	14,6	14,0	16,2	14,9	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-2,9	-2,1	-3,1	-3,1	-3,3	-2,0	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	-0,8	1,0	-9,9	0,5	-32,3	-15,7	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>										
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,8	-1,4	-1,8	-1,7	-2,1	-2,7	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-3,8	-3,7	-4,5	-4,4	-4,5	-6,0	...	...
Famílias - habitações	-3,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,3	-1,1	-1,7	-1,5	...	...
Famílias - outros fins	0,9	4,5	4,1	5,8	5,2	5,3	4,2	3,5	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	14,8	-12,4	-11,6	-10,6	-12,9	-13,5	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>13,3</b>	<b>...</b>	<b>11,7</b>	<b>11,3</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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

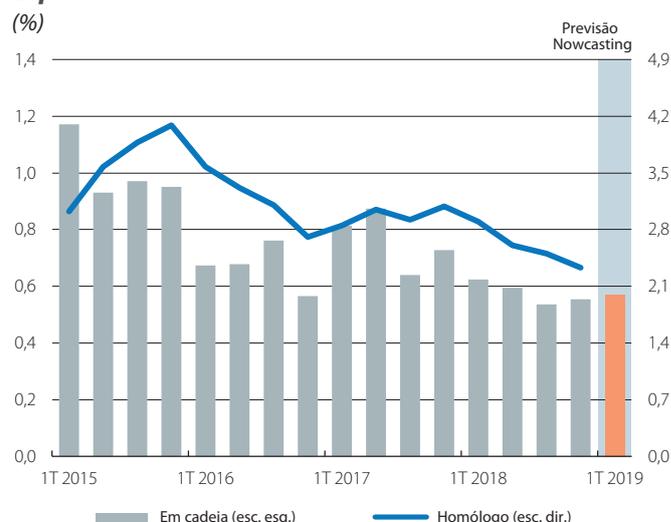
## A economia espanhola assenta suavemente a sua estabilização

A economia espanhola arrancou positivamente em 2019. De acordo com a última estimativa do INE, o crescimento do PIB no 4T 2018 foi ligeiramente inferior ao previsto inicialmente (0,6% em cadeia, em vez dos 0,7% publicados inicialmente). No entanto, o INE também reviu as estimativas de crescimento do primeiro semestre de 2018, neste caso de forma ascendente, alterando a estimativa de crescimento do PIB no conjunto de 2018 para 2,6% (2,5% anteriormente). Além disso, os diferentes indicadores relativos aos primeiros meses de 2019 mostraram uma tendência geralmente positiva. Em particular, em fevereiro, o índice de sentimento empresarial (PMI) do setor dos serviços situou-se em 54,5 pontos, bem acima dos 50 que delimitam a zona de expansão e num nível que sugere que o setor mantém o dinamismo dos últimos meses. Apesar de estes dados contrastarem com o setor das indústrias que, conforme reflete o seu índice PMI (49,9 pontos em fevereiro), está a atravessar um momento difícil, a produção industrial recuperou em janeiro (+2,4% homólogo), após as quebras sofridas no final de 2018. Da mesma forma, do lado do consumidor, as vendas a retalho cresceram 1,2% em fevereiro (0,3 p. p. acima do registo de janeiro e em níveis superiores à média de 0,7% de 2018) sugerindo que o consumo no setor privado manteve uma evolução positiva no primeiro período do ano.

O crescimento do 1T 2019 poderá aproximar-se dos 0,6%, de acordo com o nosso modelo de previsão do PIB a curto prazo (Nowcasting). Como acabámos de mencionar, o balanço dos indicadores de atividade foi positivo ao longo do mês, tendo o bom desempenho dos indicadores do mercado de trabalho e do setor dos serviços compensado largamente a debilidade evidenciada pelos setores industrial e externo. Este contraste, tanto entre o setor dos serviços e das indústrias como entre a procura interna e o setor externo, é semelhante ao observado nos últimos meses e reflete as perturbações no setor automóvel (perante a necessidade de se adaptar à nova legislação europeia sobre as emissões de CO2) e a deterioração da procura internacional (num contexto de desaceleração do crescimento global). Porém, em conjunto, os indicadores apoiam a visão de que a economia irá manter um ritmo de crescimento sólido nos próximos trimestres, embora inferior ao dos últimos anos, devido à entrada numa fase mais madura do ciclo.

O mercado de trabalho continua dinâmico. Em fevereiro, o número de inscritos na Segurança Social registou um aumento homólogo de 2,86% (+38.833 trabalhadores, em relação ao mês anterior, em termos ajustados de sazonalidade), um ritmo elevado e muito semelhante ao de janeiro (2,94%), enquanto o número de desempregados desceu em 181.208 pessoas em termos homólogos (5,2%). Por setores, destaque para o aumento do número de inscritos no setor dos serviços, com um crescimento de 2,8%, enquanto na construção e na indústria o número de inscritos cresceu 6,7% e 1,7%, respetivamente. Assim, os indicadores continuam a sugerir que o mercado de

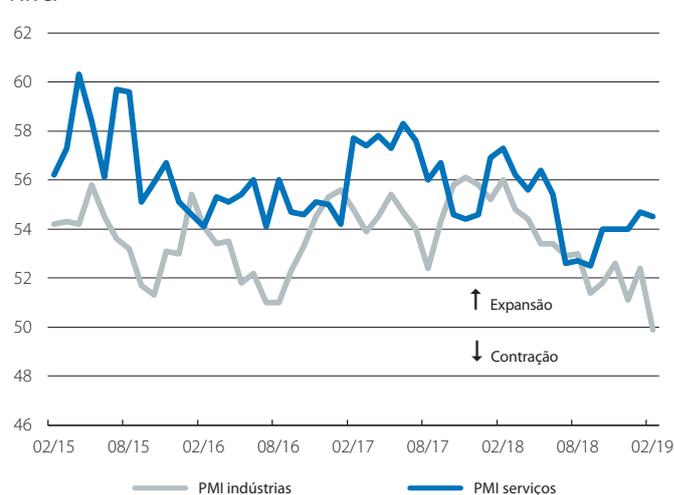
### Espanha: crescimento do PIB



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

### Espanha: indicadores de atividade

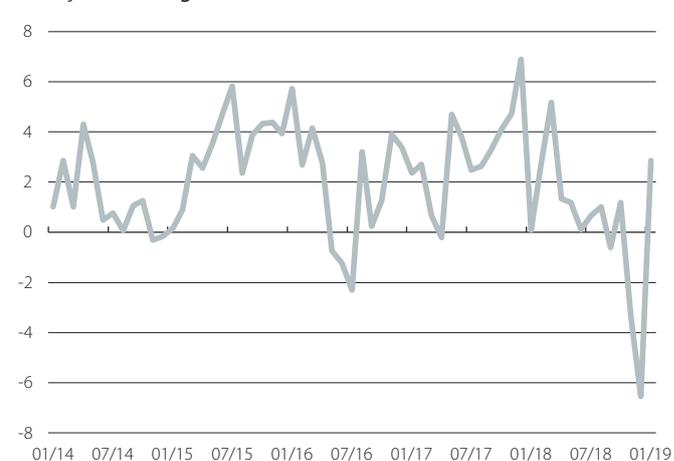
#### Nível



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

### Espanha: produção industrial

#### Varição homóloga (%)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

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

trabalho continua robusto e que a estabilização em termos de crescimento de emprego está a ocorrer muito lentamente, o que vai continuar a apoiar o impulso da procura interna durante os próximos meses e a suportar uma desaceleração suave do crescimento do conjunto da economia.

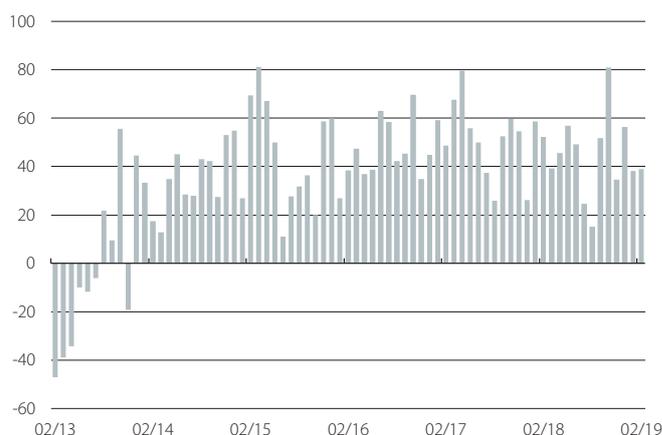
**O défice público situou-se em 2,6% do PIB em 2018**, menos 1 décima do que a meta de 2,7% estabelecida pelo atual Governo e com uma redução de 0,4 p. p. em relação ao registo de 2017. Por administrações, tanto as comunidades autónomas (-0,2%) como os organismos locais (+0,5%) conseguiram manter os objetivos de estabilidade. No entanto, a Administração Central e a Segurança Social continuaram a registar um défice orçamental significativo (-1,5% e -1,4% do PIB, respetivamente). Finalmente, é de salientar que este valor permite a Espanha sair do procedimento por défices excessivos (abaixo de 3%).

**A posição de investimento internacional líquida (PIIL) melhorou em 2018, mas a balança corrente continua a piorar.** Em dezembro de 2018, a PIIL situou-se em -77,2% do PIB, representando uma melhoria de 6,3 p. p. em comparação com 2017 (quando foi de -83,5%), em grande parte devido às variações na valorização dos instrumentos da carteira de dívida (ativos e passivos, que refletem as variações do seu preço de mercado na moeda local e o efeito da taxa de câmbio, entre outros). No entanto, em janeiro, o superávit do setor externo manteve a sua trajetória descendente e o saldo da balança corrente situou-se em +0,86% do PIB (ligeiramente abaixo dos 0,93% do passado mês de dezembro). Este registo, que representa uma deterioração de 1 p. p. em comparação com os 1,82% de janeiro de 2018, deve-se em 7 décimas à deterioração da balança de bens (de -2,2% em janeiro 2018 para -2,8% em janeiro de 2019, com -0,4 p. p. relacionados com o agravamento da balança de bens não energéticos) e em 3 décimas devido ao aumento do preço do petróleo. Por sua vez, a perda de 3 décimas no superávit da balança dos serviços (4,7% em janeiro de 2019) deveu-se ao turismo e aos serviços não turísticos (1 e 2 décimas, respetivamente).

**O mercado imobiliário continua robusto.** O preço da habitação, publicado pelo INE, com base nos preços de compra e venda, cresceu 6,6% em termos homólogos no 4T 2018 (0,4% em cadeia), colocando a evolução para a totalidade de 2018 em 6,7%, o maior ritmo de crescimento anual desde que começou a recuperação do mercado imobiliário. Além disso, isto ocorreu num contexto de crescimento sólido da procura. Em linha com os dados do INE divulgados no mês passado (crescimento de 10,2% em 2018, com base nos dados do registo predial), os dados do Ministério do Fomento espanhol (baseados em atos notariais) indicam um crescimento de 9,3% na compra e venda de habitações em 2018. Neste sentido, podemos interpretar a ligeira descida na compra e venda de habitações em janeiro (-0,2% homólogo, de acordo com os dados do INE) como uma queda numa série que é intrinsecamente muito volátil. Desta forma, confirma-se o bom desempenho do setor, que deverá manter um crescimento considerável nos próximos trimestres, embora com ritmos ligeiramente inferiores (de acordo com a evolução do conjunto da economia).

### Espanha: inscritos na Segurança Social \*

Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: \* Série ajustada de sazonalidade.

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

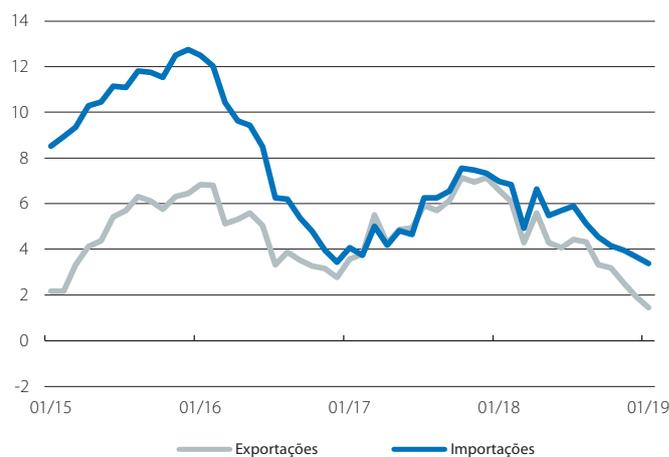
### Espanha: capacidade (+) ou necessidade (-) de financiamento por administrações (% do PIB)

	2017	2018		2019
	Dado	Objetivo	Dado	Objetivo
Administração Central	-1,8	-0,8	-1,5	-0,3
Comunidades autónomas	-0,4	-0,6	-0,2	-0,1
Organismos locais	0,6	0,1	0,5	0,0
Segurança Social	-1,4	-1,3	-1,4	-0,9
<b>Total</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,3</b>

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças e da Função Pública espanhol.

### Comércio internacional de bens \*

Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Nota: \* Dados nominais, série não ajustada de sazonalidade. Energia não incluída.

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

## A taxa de poupança espanhola vai continuar a cair?

Há quatro anos consecutivos que a economia espanhola tem vindo a crescer acima da média da Zona Euro. Paralelamente, a taxa de poupança diminuiu para mínimos históricos (ver o primeiro gráfico).<sup>1</sup> Embora à primeira vista esta situação possa representar uma curta margem de manobra para as famílias, em termos de decisões de consumo se a situação económica agravar, neste artigo poderemos observar que ainda é cedo para chegar a esta conclusão. É provável que a taxa de poupança comece a recuperar ligeiramente nos próximos trimestres porque, também, a situação financeira das famílias melhorou substancialmente em comparação com os anos anteriores à crise.

Para analisar a evolução da taxa de poupança, devemos avaliar as perspetivas de duas variáveis: o consumo e o rendimento disponível bruto (RDB). Devido à forte ligação entre as mesmas (o consumo é financiado, em grande parte, por intermédio do RDB), a questão principal prende-se em saber qual será o diferencial de crescimento entre as duas. Desde 2015, o consumo recuperou fortemente e cresceu acima do RDB, causando a deterioração da taxa de poupança. No entanto, a nossa previsão é que nos próximos anos este padrão se vai inverter e o consumo crescerá abaixo do RDB. O motivo é a dissipação do efeito do «consumo estagnado»: o forte estímulo do consumo nos últimos anos é explicado, em grande parte, pela materialização de planos de consumo que os consumidores tinham vindo a adiar durante a crise. Agora que foram levados a cabo, é de prever que as famílias moderem o seu padrão de consumo.

Para comprovar esta narrativa com números, no segundo gráfico apresentamos a projeção de crescimento do consumo efetuada mediante um modelo que abrange fatores como o crescimento do emprego, dos salários, das taxas de juro e do preço da habitação.<sup>2</sup> Como é possível observar, o modelo sugere uma moderação no consumo em 2019 e uma nova aceleração em 2020. A estabilização do crescimento prevista para 2019 reflete uma normalização após o forte crescimento verificado entre 2015 e 2018, devido ao já referido efeito do «consumo estagnado», ou seja, o modelo prevê um ajustamento temporário do crescimento do consumo que fará com que se situe em linha com os seus fatores determinantes. Por sua vez, a recuperação projetada a partir de 2020 reflete o fim deste processo de ajustamento e um maior crescimento esperado do RDB. Em qualquer caso, o modelo prevê um crescimento do consumo a um ritmo sólido em todo o horizonte projetado.

1. Definimos a taxa de poupança como a diferença entre o rendimento disponível bruto e o consumo (como fração do próprio rendimento bruto disponível).

2. O modelo captura diferenças na sensibilidade do consumo face às variações nos fatores mencionados. Assim, de acordo com o modelo, o consumo apresenta maior sensibilidade a mudanças no crescimento do emprego do que no crescimento dos salários, dos preços da habitação ou das taxas de juro. Para mais informação, ler «Quanto vamos gastar no próximo ano?» na IM11/2018.

### Espanha: taxa de poupança

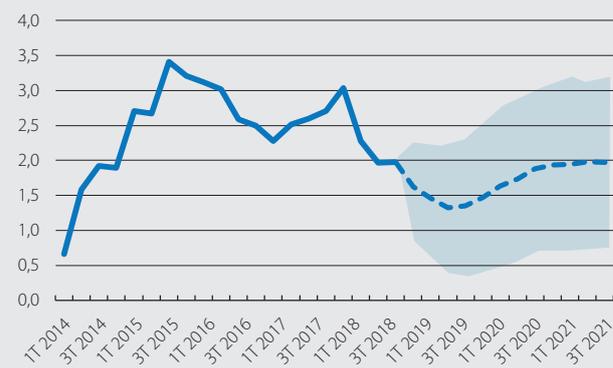
Percentagem do rendimento bruto disponível (%)



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

### Espanha: previsão e intervalos de confiança do consumo privado \*

Variação homóloga (%)

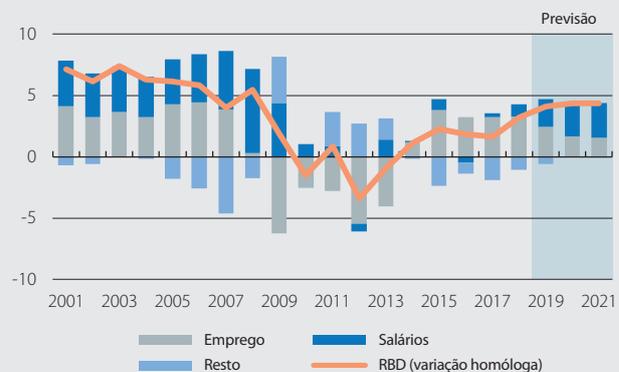


Nota: \* Intervalo de confiança de 90%.

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

### Espanha: decomposição do rendimento bruto disponível

Contribuição para o crescimento do rendimento bruto disponível (p. p.)



Notas: A categoria «Resto» reflete fatores como os rendimentos dos trabalhadores independentes ou a evolução dos impostos e transferências (os pagamentos mais altos por causa dos impostos explicam a contribuição negativa desta categoria).

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

**Espanha: projeções da taxa de poupança**

Variação anual (%)

	2018	2019			2020			2021		
		Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista	Pessimista	Central	Otimista
Emprego	2,5	1,9	2,2	2,4	1,3	1,6	1,9	1,2	1,5	1,8
Salários	1,4	1,3	2,0	2,5	1,5	2,7	3,0	1,8	2,8	3,0
<b>Previsão da taxa de poupança</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>

**Notas:** As previsões da taxa de poupança são construídas de acordo com a evolução projetada em cada cenário do RDB e do consumo. As projeções do RDB são baseadas em suposições de crescimento do emprego e dos salários (ignoramos os rendimentos não salariais). Do lado do consumo, consideramos o diferencial de crescimento previsto pelo modelo nos cenários «Pessimista» e «Otimista» em relação ao cenário central do modelo, e aplicamos estes diferenciais de crescimento no cenário central previsto pelo BPI Research.

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

Quanto ao RDB, a nossa previsão é que o rendimento das famílias continue a recuperar nos próximos anos e a crescer cerca de 4% por ano entre 2019 e 2021 (ver o terceiro gráfico). Esta recuperação, que já se começou a verificar com os dados disponíveis de 2018, estará ligada à criação de emprego e à recuperação dos salários, embora, à medida que a criação de emprego estabilizar, a contribuição dos salários para o aumento do RDB terá mais peso.<sup>3</sup>

**Cenários para a taxa de poupança**

Tendo em posse as perspetivas de crescimento das duas variáveis da taxa de poupança e com um modelo que prevê o impacto dos rendimentos das famílias no consumo, podemos analisar a evolução da taxa de poupança em três cenários: o cenário descrito anteriormente (central), outro que considera uma evolução do emprego e dos salários melhor do que o anterior (otimista) e um terceiro que considera um cenário mais comedido (pessimista). Como é possível observar na tabela em baixo, é de esperar que a taxa de poupança recupere de forma gradual, embora, se os rendimentos crescerem muito abaixo das expectativas, tal como considera o cenário pessimista, a poupança ainda poderia cair ligeiramente antes de começar a recuperar.

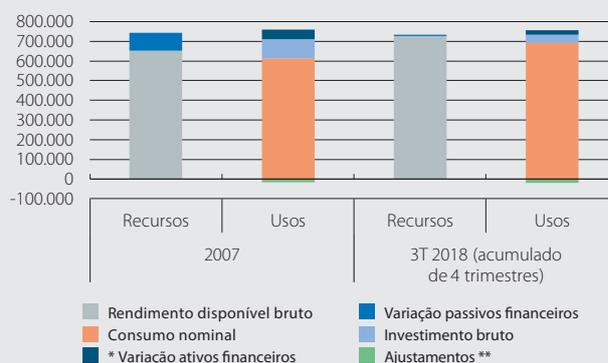
**Quais são os riscos que implicam uma taxa de poupança baixa?**

Para analisar esta questão, devemos avaliar a situação financeira das famílias: as suas fontes de rendimentos e a utilização das mesmas. Como mostramos no último gráfico, as famílias apresentam um balanço financeiro mais sólido do que antes da crise económica. Assim, se em 2007 12% do total dos recursos das famílias procediam da compra de nova dívida, no acumulado de quatro trimestres até ao 3T 2018 este valor era de apenas 1%. De facto, as famílias têm reduzido a sua dívida praticamente sem interrupções desde 2011. Esta dinâmica permitiu que a dívida das famílias, em termos de percentagem do RDB se situasse, em termos acumulados de quatro trimestres, em

3. Os dados mais recentes do inquérito trimestral do custo da mão-de-obra divulgado pelo INE espanhol mostram que o custo da mão-de-obra por hora efetiva cresceu 1,4% em 2018, em comparação com os 0,0% registados em 2017. Isto confirma a recuperação gradual dos salários que prevemos que continue nos próximos anos.

**Espanha: recursos e usos das famílias**

(Milhares de euros)



**Notas:** \* Consumo nominal calculado como a diferença entre o rendimento disponível bruto e a poupança bruta. \*\* Ajustamento entre as contas financeiras e as não financeiras, entre outros. Dados em termos nominais.

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

98,1% no 3T 2018, claramente abaixo do valor máximo alcançado em 2010, de 131,4%. Além disso, no que respeita aos usos, podemos observar que as famílias destinam a maior parte dos seus recursos ao consumo, se bem que também dedicam parte dos mesmos a acumular ativos financeiros e a financiar planos de investimento (principalmente investimento imobiliário). No entanto, convém destacar a que a importância do investimento também caiu acentuadamente, de 15% do RDB em 2007 para cerca de 6% no 3T 2018 (acumulado de quatro trimestres). Em suma, enquanto em 2007 as famílias poupavam pouco de forma a manter um consumo elevado e se endividavam para financiar o investimento imobiliário, hoje em dia este padrão interrompeu-se e é possível ver como a reduzida taxa de poupança não se está a transformar num maior endividamento.

**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	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	0,9	0,4	-2,9	...	2,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-4,0	-5,2	-2,2
PMI da indústria (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	...	52,4	49,9	...
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	...	27,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	13,9	15,7	13,2	11,0	...	8,1	...	...
Preço da habitação	2,4	3,4	3,8	3,2	3,9	...	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	-5,0	1,0	...	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	...	54,7	54,5	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	1,0	0,7	0,1	-0,4	1,4	...	0,9	1,2	...
Registo de automóveis	7,9	7,6	9,2	17,0	-7,6	...	-8,0	-8,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-6,9	-5,4	-2,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	...	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	...	2,9	2,9	...
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	...	-	-	-

**Preços**

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	1T 2019	01/19	02/19	03/19
Inflação geral	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,0	1,1	1,3
Inflação subjacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	...	0,8	0,7	...

**Setor 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	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	...	2,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	...	4,9	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>21,5</b>	<b>11,3</b>	<b>18,7</b>	<b>15,0</b>	<b>11,3</b>	...	<b>10,4</b>	...	...
Bens e serviços	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	...	22,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	...	-12,2	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>24,2</b>	<b>17,6</b>	<b>21,9</b>	<b>18,8</b>	<b>17,6</b>	...	<b>16,8</b>	...	...

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

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	...	4,4	5,3	...
À vista e poupança	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	...	10,5	11,6	...
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	...	-14,6	-13,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	...	17,4	16,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	...	<b>5,2</b>	<b>5,9</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	...	-2,8	-2,3	...
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	...	-7,0	-5,8	...
Famílias - habitações	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	...	-1,2	-1,3	...
Famílias - outros fins	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	...	4,4	4,2	...
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	...	-11,2	-11,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>	...	<b>-3,3</b>	<b>-2,8</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>7,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,8</b>	...	<b>5,9</b>	...	...

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

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

## O mix energético do futuro

O peso da energia na atividade económica é significativo (cerca de 9% do PIB mundial, de acordo com os nossos cálculos) e as suas flutuações de preço possuem um impacto inegável na economia e nos mercados financeiros. Além disso, a importância da energia excede o âmbito económico, dado que modela as relações geopolíticas globais. Da mesma forma, para além da geopolítica, a energia e os seus elementos externos estão no centro da questão ambiental. O historiador económico Carlo M. Cipolla<sup>1</sup> definia a história da população mundial como a história da energia.

### Crescimento do consumo energético global entre 2018 e 2030 por zonas geográficas

Porcentagem sobre o total mundial (%)



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

A evolução prevista para o consumo mundial de energia durante a próxima década é marcada por quatro fatores angulares que estão interligados. O primeiro é o imperativo meio ambiental, concentrado nas mudanças climáticas, da qual advêm os dois seguintes: as medidas que devem ser tomadas para que o carvão tenha um peso cada vez menor na economia, de forma a reduzir as emissões de dióxido de carbono (descarbonização) e melhorias na rede elétrica (eletrificação). Convém também destacar que os responsáveis pela política económica devem delinear muito bem a combinação entre o controlo da poluição ambiental e as legítimas aspirações de crescimento económico das economias, um elemento que está presente no âmbito dos debates sobre a conveniência de uma fiscalidade verde mais ativa que inclua impostos sobre as emissões de carbono, uma situação reivindicada por um grupo de 27 prémios Nobel e pelos últimos quatro presidentes da Fed.<sup>2</sup> Esta transição só poderá ser alcançada com o quarto fator: a redução da intensidade energética. A intensidade energética é a energia consumida por cada unidade do PIB e a sua redução depende do cumprimento dos objetivos estabelecidos pela política do ambiente.

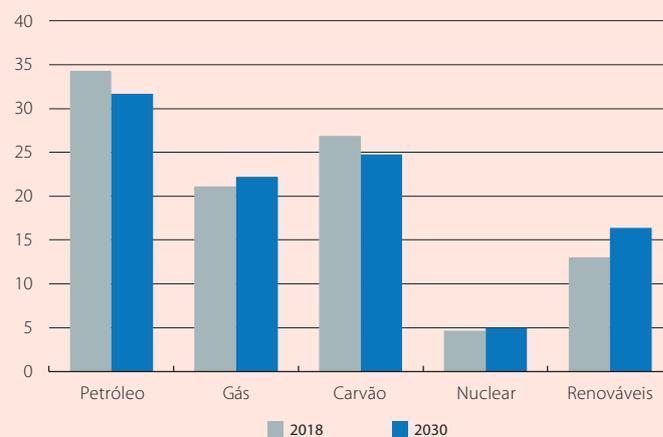
Assim, considerando estes quatro fatores, estas estimativas, baseadas em previsões da Administração de Informação da Energia dos EUA (EIA, em inglês), as quais indicam que, entre 2018 e 2030, o consumo global de energia vai aumentar cerca de 15%, e o seu custo um pouco mais, cerca de 18%, principalmente devido aos custos de transição associados à transição para fontes de energia mais limpas, mas também mais caras. Mesmo assim, estes aumentos serão provavelmente menores do que a previsão de crescimento do PIB global, que será de cerca de 45%, graças ao facto de que a intensidade energética global poderá reduzir de forma significativa, em torno de 20%. Por países (ver o primeiro gráfico), China, Índia e os restantes países emergentes do Extremo Oriente representarão quatro quintos do aumento do consumo energético global previsto entre 2018 e 2030 (China 54,0%, Índia 12,5%), enquanto o aumento combinado para a Europa Ocidental, EUA, e Japão será de apenas 1,4% do aumento total previsto.

Sendo assim... Como evoluirá o *mix* energético? De acordo com o nosso cenário, o *mix* deveria evoluir – como é possível observar no segundo gráfico – para uma redução no peso do petróleo e do carvão de 35% para 32% e de 27% para 25% do consumo total de energia, respetivamente. Por outro lado, as energias renováveis poderão adquirir um maior peso (de 13,0% para 16%), o gás natural (de 21% para 22%) e a energia nuclear (de 4,6% para 5%). No entanto, o duplo objetivo de alcançar um bom ritmo de crescimento económico e controlar a poluição parece ser mais incerto, dado que as emissões não diminuiriam, mas sim aumentariam 11,0%, o que, no entanto, melhoraria os 13,0% de 2010-2018, o período com menor crescimento do PIB mundial (30,4%).

Se nos concentrarmos nos diferentes fatores angulares que destacamos, o imperativo ambiental é incontornável. A situação não é particularmente promissora, pois em 2014 foram emitidas 34.854 milhões de toneladas métricas de dióxido de carbono para a atmosfera, mais 13% do que em 2010, quando o objetivo é reduzi-las. A China contribuiu com 61% para este aumento porque, apesar do seu progresso em termos de controlo da poluição estar a ser

### Mix energético por fontes de energia primárias

Porcentagem do consumo energético global (%)



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

1. Cipolla, Carlo M. (1962). «The Economic History of World Population». Pelican Books.

2. Ver o artigo de 2019 «Economist's Statement on Carbon Dividends» em <https://www.econstatement.org/>.

significativo, a dinâmica do seu elevado crescimento económico e o peso da sua indústria pesada são fatores que não favorecem o meio ambiente. Outras economias emergentes, especialmente a Índia, não registaram avanços, uma situação que dificultará a concretização dos objetivos definidos. Esta necessidade de conciliar o desejo legítimo de crescimento das economias emergentes com o controlo da poluição ambiental vai marcar a economia global na próxima década.

O segundo fator é a descarbonização, centro das preocupações do imperativo ambiental onde o elemento crítico é o carvão: o carvão representou 26,9% do consumo global de energia em 2018, mas foi responsável por 43,3% das emissões globais. A redução do peso desta fonte de energia entre 2010 e 2018 tem sido inexistente, uma vez que, ao ser barata é a principal fonte primária de energia da China e da Índia, as duas grandes economias que mais crescem (China e Índia contribuíram com 40,0% para o aumento do consumo global de energia entre 2010 e 2018). A boa notícia é que a trajetória de descarbonização já começou na China, onde o carvão deixou de representar 68,1% do consumo total de energia em 2010 para 60,2% em 2018. Em contraste, a Índia não segue a mesma linha, tendo o carvão representado 48,5% do seu consumo de energia em 2018, acima dos 46,8% em 2010. O que irá acontecer no futuro? Para manter a tendência atual da economia chinesa, começaremos a observar uma redução significativa do carvão na próxima década: o seu peso sobre o consumo mundial de energia deverá diminuir 2,1 p. p. entre agora e 2030 graças, na sua maioria, às melhorias na China.

O terceiro fator angular, a eletrificação, será impulsionado pela necessidade de reduzir a poluição nas grandes cidades. A eletrificação é o melhor caminho para atingir este objetivo, pois permite a substituição da produção de energia a partir de combustíveis fósseis (as principais causas das emissões) por fontes de energia limpas, como a energia eólica ou solar. Assim, nas próximas décadas, espera-se que ocorra um processo gradual de eletrificação que vai precisar de investimentos significativos e que se irá estender a indústrias como os transportes, os edifícios ou a indústria transformadora. A importância deste fenómeno é vista quando calculamos a percentagem do consumo energético total explicado pelas perdas de energia resultantes da transformação de fontes primárias de energia em eletricidade, a denominada quota elétrica. Assim, de acordo com os dados da IEA, a quota elétrica permaneceu estável entre 2010 e 2018, ligeiramente acima de 25%,<sup>3</sup> sendo que, com o aumento da eletrificação, espera-se que atinja 26,9% em 2030. Em qualquer caso, a eletrificação será um fenómeno abrangente que permitirá uma repartição geográfica mais sustentável do consumo de energia.

O quarto fator é a redução da intensidade energética, essencial para tornar o crescimento económico compatível com o controlo da poluição. A intensidade energética depende de dois fatores ligados à tecnologia: a eficiência energética e mudanças na composição do PIB. A eficiência energética implica consumir menos fazendo o mesmo (por exemplo, reduzir o consumo de um carro por quilómetro percorrido). Por sua vez, as mudanças na composição do PIB podem potencializar atividades que consomem menos energia, situação que é possível alcançar se forem levados a cabo reajustamentos setoriais na economia, como, por exemplo, a redução do peso da indústria pesada a favor das tecnologias da informação.

### Distribuição geográfica da poupança de energia prevista pelo nosso cenário entre 2018 e 2030\*

Percentagem do total (%)



**Nota:** \* A poupança é definida como a diferença entre o consumo de energia em 2030 assumindo uma intensidade energética constante idêntica aos níveis de 2018 para cada país e o consumo de energia esperado em 2030 pelo nosso cenário.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da IEA, do FMI e do Instituto Nacional de Estatística da China.

Neste sentido, a evolução esperada da intensidade energética global vai depender de forma crucial do que vier a acontecer na China. A China já desempenha um papel fundamental se considerarmos que entre 2010 e 2018 contribuiu com 28,5% e 60,9% para o aumento global do consumo de energia e das emissões, respetivamente. Como é possível observar no terceiro gráfico, o gigante asiático vai continuar a desempenhar um papel fundamental, uma vez que está previsto contribuir com 30,0% da poupança energética entre 2018 e 2030, bem acima da soma entre os EUA e a Europa Ocidental (16,7% e 7,4%, respetivamente). Convém destacar que a China pretende concentrar a sua poupança energética numa redução significativa da intensidade energética de cerca de 20% (superior aos 17,4% para 2010-2018) mercê de um processo de transformação estrutural para um modelo económico com maior peso do setor terciário.<sup>4</sup> Por sua vez, a Europa Ocidental prevê efetuar uma menor contribuição, dado que parte de uma situação relativamente mais eficiente: em 2018, a energia gasta pela Europa para produzir cada euro do PIB foi menor do que a gasta pelos EUA e a China: menos 31,6% e 40,9%, respetivamente.

Em suma, a economia global está a evoluir para um *mix* energético mais sustentável, que visa combinar o crescimento económico dinâmico com um maior controlo da poluição. No entanto, tudo indica que o progresso que vamos observar nos próximos anos será limitado porque, enquanto está previsto que o PIB mundial cresça muito acima do consumo energético, as emissões de carbono vão continuar a aumentar significativamente, repercutindo apenas numa ligeira melhoria em relação à última década. Resumindo, a energia será um assunto muito delicado na próxima década (e seguintes) e os desafios remanescentes vão continuar a ter uma enorme importância.

3. Valor inferior ao peso da indústria, 40,4%, mas superior ao do transporte, comércio e utilização residencial (18,9%, 5,3% y 9,4%, respetivamente).

4. A IEA considera que a mudança de modelo será promovida de forma mais sólida e estima uma maior redução da intensidade energética (34,7%).

## Os custos e benefícios do *mix* energético do futuro

Há vários anos que a atividade económica tem vindo a crescer mais rapidamente do que o consumo de energia, graças às melhorias tecnológicas e aos primeiros passos na transição para um novo *mix* energético. Uma tendência que deverá continuar. De acordo com as projeções da Administração de Informação de Energia dos EUA (EIA, em inglês), o PIB mundial vai crescer a um ritmo médio anual de 3,1% nos próximos 12 anos, enquanto o consumo energético primário crescerá a um ritmo médio anual de 0,9%. Estes números ilustram a previsão das melhorias esperadas em termos de poupança energética. Estas melhorias terão consequências importantes nas economias avançadas, dado que é justamente nestas economias onde o consumo de energia per capita é maior (ver o primeiro gráfico).

O novo *mix* energético (ver o artigo «O *mix* energético do futuro» neste mesmo Dossier) será mais eficiente – durante o processo de extração de energia será consumida menos energia e reduzir-se-ão os efeitos negativos causados pela poluição – devido ao maior peso das energias renováveis e do gás natural, em detrimento do carvão, menos eficiente e mais poluente. A eficiência energética irá trazer consigo vários benefícios económicos, como uma poupança na fatura energética para os consumidores, mas, por outro lado, também reduzirá a produção nalguns setores económicos, embora se antecipe que o resultado líquido seja positivo. Por exemplo, de acordo com as estimativas de Roula-Inglesi Lotz,<sup>1</sup> um aumento de 1 p. p. na participação das energias renováveis no *mix* energético cria a nível mundial um impacto positivo no crescimento do PIB de 0,089%. Se considerarmos as projeções da EIA, a participação das energias renováveis aumentará dos atuais 13% para 16% em 2030, razão pela qual a nova composição das energias renováveis poderia fazer aumentar em 0,3% o PIB mundial em 2030, o que representa um incentivo económico adicional para levar a cabo esta transição.

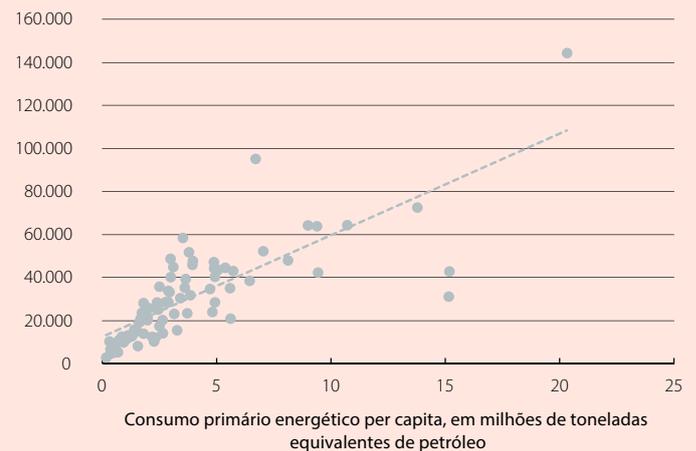
Se concentrarmos a nossa análise na UE, a área económica desenvolvida onde se utiliza a energia de forma mais eficiente, já temos vários objetivos energéticos em curso visando o ano de 2030. Com o objetivo de continuar a avançar tendo em vista a criação da União Energética e cumprir os acordos alcançados no Acordo de Paris, o Conselho Europeu reviu em 2018 os objetivos climáticos e energéticos para 2030: reduzir em 40% as emissões de gases de efeito estufa em relação a 1990, aumentar o peso das energias renováveis no consumo energético para 32% e melhorar a eficiência energética em 32,5% em relação a 2005. A UE avança a passos firmes para estes objetivos, uma vez que reduziu em 22% a emissão de gases de efeito estufa desde 1990, aumentou o peso das energias renováveis para 17% e a eficiência energética aumentou cerca de 15%.<sup>2</sup> Neste sentido, a UE está no bom caminho para atingir os objetivos tanto em termos de redução das emissões como de dar um maior peso às energias renováveis, embora precise de efetuar um esforço adicional para alcançar o objetivo de eficiência energética.

Qual será o impacto macroeconómico se a UE atingir os objetivos estratégicos do novo plano energético para 2030? De acordo com um estudo realizado pela Comissão Europeia, o investimento em melhorias tecnológicas com o objetivo de aumentar a eficiência energética, a fim de alcançar os objetivos definidos, terá um impacto muito significativo. Em particular, se estes objetivos forem alcançados, estimam que o PIB em 2030 será 1,3% maior em comparação com um cenário sem mudanças no *mix* energético. Da mesma forma, também salienta que esta transição deve ser gradual e acompanhada por uma normativa flexível que abranja os diversos agentes e setores da economia, com o objetivo de evitar perturbações indesejadas no mercado e permitir que tanto a tecnologia como o capital humano se adaptem a este novo contexto.

O que está por trás deste valor? O impacto positivo sobre o PIB será determinado, em grande parte, pela utilização produtiva de recursos que estão inativos atualmente, como, por exemplo, através da criação de novos postos de trabalho. Além disso, o rendi-

### Os países mais ricos consomem mais energia

PIB em PPA per capita de 2014, em dólares de 2011



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da British Petroleum e da Penn World Table.

1. Ver Roula-Inglesi Lotz (2016). «The impact of renewable energy consumption to economic growth: A panel data application». Energy Economics, 53, 58-63.

2. De acordo com os últimos dados da Comissão Europeia recolhidos em 2016.

mento disponível dos consumidores aumentará, pois os mesmos irão destinar uma menor proporção dos seus rendimentos ao consumo de energia, fazendo aumentar a despesa com outros produtos e serviços. Nesta linha, em última análise estima-se que, em 2030, poderiam ser criados 700.000 novos empregos em termos líquidos, um valor nada insignificante.<sup>3</sup>

Embora as melhorias na eficiência energética venham a ter um efeito positivo na produção e no mercado de trabalho europeu, os efeitos serão muito provavelmente heterogéneos nos diferentes setores de atividade. Por um lado, os setores de serviços básicos de abastecimento (água, eletricidade, etc.) e de extração reduzirão a sua produção devido à menor procura dos seus produtos.<sup>4</sup> Por outro lado, setores como a construção e a engenharia irão beneficiar do investimento em eficiência energética e aumentarão a sua produção. No seu conjunto, os setores em causa possuem um maior peso relativo na economia europeia do que os setores prejudicados, de modo que o impacto sobre o rendimento agregado será positivo. Por sua vez, os resultados em matéria de emprego por setores vão seguir um padrão semelhante, embora com um ligeiro pormenor:<sup>5</sup> é provável que o setor de serviços básicos de abastecimento termine por empregar mais trabalhadores, apesar da sua produção diminuir. Isto deve-se ao facto de o novo *mix* energético europeu contemplar um maior peso por parte do setor das energias renováveis, que são relativamente mais intensivas em termos de emprego do que outras fontes de energia.<sup>6</sup>

Ao nível da balança comercial, com o novo *mix* energético, e graças à importância crescente das fontes de energia renováveis, a UE vai reduzir a sua dependência das importações, especialmente de petróleo e gás natural, melhorando assim a sua segurança energética (consultar o artigo «A geopolítica da energia» neste Dossier para mais informação) e ser menos vulnerável à forte instabilidade dos preços dos combustíveis fósseis. Como exemplo, estima-se que entre 2018 e 2030, o novo *mix* energético e as melhorias de eficiência energética empreendidas pelos países da UE vão reduzir anualmente a fatura das importações de combustíveis entre 175.000 e 320.000 milhões de euros, um valor muito significativo se considerarmos que foram gastos 260.000 milhões na importação de combustíveis em 2017.<sup>7</sup>

Em suma, no século XIX e boa parte do século XX, o carvão foi a principal fonte de energia. No século XX e com a revolução do transporte terrestre, graças à invenção do carro, o petróleo foi ganhando importância até se tornar num fator-chave capaz de provocar crises como a dos anos setenta e oitenta. O século XXI será o do gás natural e das energias renováveis. A mudança no *mix* energético e as melhorias tecnológicas que impulsionam a eficiência energética não são apenas um fator positivo para o meio ambiente, como também existem incentivos económicos para implementar esta transição. Portanto, é fundamental que os países mantenham os seus compromissos e continuem a desenvolver políticas para promover um crescimento económico mais sustentável.

### União Europeia: impacto macroeconómico do novo *mix* energético e das melhorias na eficiência energética



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

3. É considerada a possível perda de empregos no setor da energia devido às melhorias na eficiência energética. Ver o artigo «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2012/27/EU on Energy Efficiency» da Comissão Europeia 2016.

4. No entanto, reduzir-se-ão tanto as receitas como os custos de produção neste setor, de modo que o efeito sobre o lucro das empresas será ambíguo.

5. Outros estudos, como por exemplo «How Many Jobs?» elaborado em 2012 pelos autores Janssen, R. e Staniaszek, D. no The Energy Efficiency Industrial Forum, mostram que por cada milhão de euros investido na melhoria da eficiência energética dos edifícios são criados 19 empregos diretos no setor da construção.

6. Ver o artigo «The macro-level and sectoral impacts of Energy Efficiency policies» da Comissão Europeia 2017.

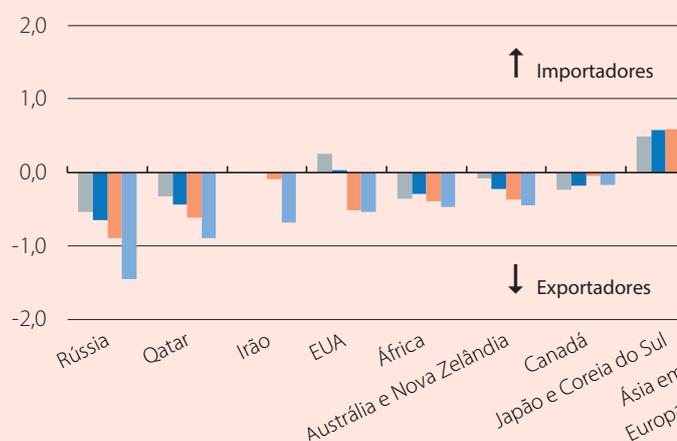
7. Estas estimativas são muito sensíveis à evolução do preço do petróleo.

## A geopolítica da energia

O que acha que aconteceria se, de repente, o país onde mora não tivesse acesso a fontes de energia estrangeiras e os sistemas de emergência não pudessem abastecer todo o sistema durante, por exemplo, uma semana? Esta situação (mesmo tratando-se de um caso extremo) teria obviamente consequências muito negativas para a vida diária de todos os cidadãos e implicações macroeconómicas muito negativas. Este exemplo serve para mostrar o quão importante é ter acesso a fontes de energia de forma contínua e a um preço acessível. Assim, aqueles países que controlam as suas fontes de energia podem proteger melhor os seus interesses nacionais e, ao mesmo tempo, exercer influência económica e política internacional, enquanto as economias que dependem da importação de combustíveis fósseis podem sofrer problemas de segurança energética. Neste sentido, o atual *mix* energético tem vindo a determinar relações geopolíticas específicas, com um peso muito importante dos exportadores líquidos de petróleo (principalmente os membros da OPEP e a Rússia). Face às mudanças previstas e que vão modelar o *mix* do futuro, devemos interrogar-nos sobre quais são aqueles estados que podem ganhar maior influência geopolítica, aqueles que a podem perder e se as alianças atualmente em vigor vão permanecer por muito tempo.

### Principais exportadores e importadores de gás natural

(Biliões de kilowatts por hora)\*



Como vimos no artigo «O *mix* energético do futuro» deste mesmo Dossier, o consumo global de energia vai continuar a aumentar pelo menos até 2030, principalmente devido ao crescimento das economias emergentes da Ásia, embora a um ritmo bastante mais lento do que o crescimento económico. Da mesma forma, a mudança na composição das fontes de energia previstas para os próximos anos vai repercutir-se num aumento da procura de gás natural e energias renováveis em detrimento do petróleo e do carvão. Estas dinâmicas terão duas implicações principais em termos geopolíticos. Por um lado, a maior utilização das energias renováveis vai permitir às economias que as desenvolvem serem mais independentes em termos de energia, uma vez que estas economias poderão consumir energia produzida no seu próprio território. Um dos melhores exemplos de um país quase independente em termos energéticos é a Islândia, onde mais de 80% da energia consumida procede de fontes de energia renováveis obtidas no seu território (principalmente energia geotérmica e hidráulica).<sup>1</sup> Portanto, as energias renováveis irão reduzir a dependência energética, embora atualmente a eletricidade produzida através de fontes renováveis, bem como a produzida através de qualquer outra fonte de energia, não pode percorrer longas distâncias, tornando difícil a sua exportação e, conseqüentemente, a obtenção de uma maior influência geopolítica.

Por outro lado, o maior consumo de gás natural em detrimento do carvão vai permitir aos países exportadores de gás obter um maior peso nas relações internacionais, enquanto os principais exportadores de carvão e petróleo perderão.<sup>2</sup> Um exemplo que já aconteceu sob esta tendência foi a saída do Qatar como membro da OPEP anunciada no final de 2018, após a qual o ministro da Energia argumentou que se tratava de uma decisão estratégica do país para se concentrar na extração e distribuição de gás natural.<sup>3</sup>

Assim, os principais beneficiários deste aumento na utilização de gás natural serão os maiores exportadores líquidos atuais (Rússia e Qatar) e também aqueles que deverão aumentar as suas exportações líquidas nos próximos anos (de acordo com as estimativas da Administração de Informação da Energia dos EUA – EIA, em inglês –, o Irão e os EUA principalmente). Por outro lado, os países prejudicados pelo novo *mix* energético serão a Arábia Saudita, dado que o peso relativo do petróleo no novo *mix* será menor, e os principais exportadores mundiais de carvão, a Austrália e a Indonésia, cuja maior parte das exportações têm como destino a Índia e, principalmente, a China.<sup>4</sup> Contudo, graças às suas abundantes reservas de gás natural, a Austrália poderá atenuar, através do aumento das suas exportações de gás, o impacto negativo que o processo de descarbonização previsto para a China vai provocar.

Assim, os principais beneficiários deste aumento na utilização de gás natural serão os maiores exportadores líquidos atuais (Rússia e Qatar) e também aqueles que deverão aumentar as suas exportações líquidas nos próximos anos (de acordo com as estimativas da Administração de Informação da Energia dos EUA – EIA, em inglês –, o Irão e os EUA principalmente). Por outro lado, os países prejudicados pelo novo *mix* energético serão a Arábia Saudita, dado que o peso relativo do petróleo no novo *mix* será menor, e os principais exportadores mundiais de carvão, a Austrália e a Indonésia, cuja maior parte das exportações têm como destino a Índia e, principalmente, a China.<sup>4</sup> Contudo, graças às suas abundantes reservas de gás natural, a Austrália poderá atenuar, através do aumento das suas exportações de gás, o impacto negativo que o processo de descarbonização previsto para a China vai provocar.

1. Os restantes 19% correspondem quase todos ao petróleo consumido no transporte de veículos terrestres e marítimos. Dados publicados pela Autoridade Nacional da Energia da Islândia.

2. Embora os exportadores líquidos de petróleo possam ver as suas vendas de crude aumentar, em termos relativos perderão relevância a favor dos exportadores de gás natural.

3. A sua saída da OPEP também foi motivada pelo bloqueio diplomático que a Arábia Saudita (o estado mais influente do cartel), juntamente com outros seis países, aplicou ao Qatar desde 2017.

4. Apesar da China ser o maior produtor de carvão do mundo, é também um importador líquido deste combustível.

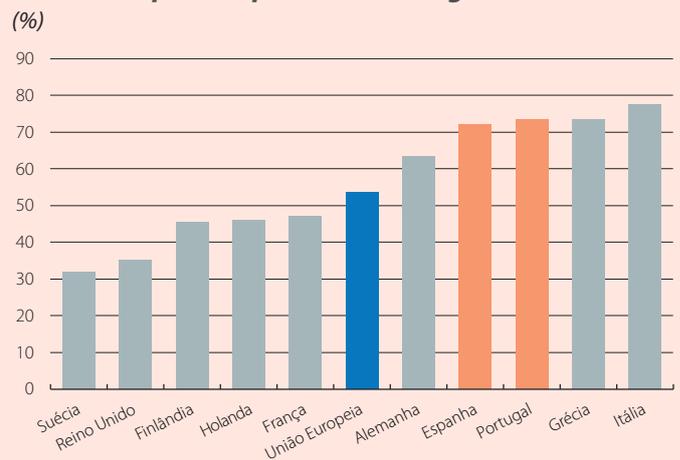
O aumento do consumo de gás natural não vai beneficiar apenas os países exportadores deste combustível, dado que ao ser transportado principalmente através de gasodutos, os países situados em pontos estratégicos também poderão obter benefícios políticos e económicos. Um exemplo evidente desta situação é a Turquia, país através do qual circula um gasoduto que distribui o gás do Mar Cáspio para o sul da Europa. No entanto, o aumento esperado na utilização de gás natural liquefeito (GNL) vai diminuir a influência destes países de trânsito. Este gás processado pode ser transportado através de longas distâncias por navios mercantes, sempre e quando os portos estejam preparados para os receber,<sup>5</sup> o que facilita uma maior homogeneização do preço do gás a nível internacional e um maior poder de negociação dos países importadores, ao aumentarem o leque de possíveis vendedores.

Neste contexto de mudança, concentrando a nossa atenção na situação da Europa, um pilar fundamental da estratégia da UE é fortalecer a segurança energética da região, que passa pela redução do elevado grau de dependência energética do exterior.<sup>6</sup> Atualmente, mais de metade da energia consumida na região é importada, um fenómeno acima de tudo observado nos combustíveis fósseis (atualmente 90% e 69% do petróleo e gás natural consumidos são importados, respetivamente, e a dependência ao nível da importação destes combustíveis vai aumentar ligeiramente de acordo com as estimativas da Comissão Europeia), cujos principais parceiros comerciais são a Rússia e a Noruega. Neste sentido, a UE tem vindo a mostrar alguma preocupação de que a possibilidade de perturbações no fornecimento destes produtos, causadas por falhas na infraestrutura ou disputas políticas ou comerciais, possa tornar mais vulneráveis os países membros mais dependentes do gás e do petróleo russo, tal como já aconteceu em 2009, quando a Rússia cortou o fornecimento de gás natural para a Europa de Leste devido ao conflito que manteve com a Ucrânia, que, até então, era a principal porta de entrada do gás russo para toda a Europa. O trabalho a realizar nesta rubrica deveria incluir o aumento da produção de energia na UE (especialmente através de um aumento das energias renováveis), reforçar o mercado interno da energia e a diversificação das rotas de entrada e da oferta dos países exportadores. Em relação a esta diversificação, a Comissão Europeia refere que, para além de reforçar as alianças com os atuais parceiros (principalmente a Noruega, Rússia e a Arábia Saudita), é necessário melhorar as alianças com novos parceiros no Mar Cáspio (especialmente o Azerbaijão e o Turquemenistão). Assim, estimam que a UE poderá ser uma região mais independente em termos de energia e, acima de tudo, com fornecedores mais diversificados.

Se abordarmos de forma mais detalhada, na Península Ibérica a situação é ligeiramente mais adversa do que no conjunto da UE. Nem Portugal nem Espanha possuem reservas de petróleo ou gás natural e a sua situação geográfica dificulta um pleno acesso ao mercado interno europeu. Isto faz com que ambos os países tenham uma das maiores taxas de dependência energética na UE (ver o segundo gráfico). Por esta razão, o Plano Nacional Integrado de Energia e Clima proposto pelo governo espanhol visa reduzir esta taxa em 15 p. p. em 2030, sobretudo graças à redução da intensidade energética e à maior utilização das energias renováveis.<sup>7</sup> Para além do aumento da produção de energia através de fontes renováveis, também aumentará o peso do gás natural no *mix* energético ibérico. O seu principal exportador é a Argélia, que, em 2017, abrangeu 45% e 35% das importações deste tipo de combustível para Espanha e Portugal, respetivamente.<sup>8</sup> As alternativas para depender menos do gás argelino incluem o aumento das importações de GNL (sobretudo dos EUA) e fortalecer os laços com o mercado energético europeu. De facto, se estas alternativas forem desenvolvidas de forma satisfatória, a Península Ibérica poderá ajudar a reduzir a dependência energética da Europa no seu conjunto face à Rússia, tornando-se numa porta de entrada para o gás procedente do outro lado do Atlântico e da Argélia.

Em suma, as relações internacionais formadas por intermédio das fontes de energia vão continuar a mudar, desta vez, provavelmente, em benefício dos estados exportadores de gás. No entanto, uma utilização mais eficiente da energia juntamente com a aposta em fontes renováveis, vai permitir uma maior independência energética para aqueles países que as saibam desenvolver corretamente. Tal como disse o ex-presidente dos EUA, Jimmy Carter, em 1979, «ninguém nunca poderá embargar a luz do sol».

### União Europeia: dependência energética em 2016 \*



**Nota:** \* O Eurostat define a dependência energética como o rácio entre as importações líquidas de energia e o consumo total de energia.

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

5. Na Península Ibérica, os portos atualmente preparados para receber GNL são os de Barcelona, Bilbao, Huelva, Sagunto, Cartagena, Ferrol, Gijón (Espanha) e Sines (Portugal).

6. Ver Comissão Europeia (2014). «Estratégia Europeia da Segurança Energética». Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu e ao Conselho.

7. Para mais informação, consulte o artigo «O novo *mix* energético na Península Ibérica: o combate contra o aquecimento global», neste mesmo Dossier.

8. De facto, o maior exportador de gás natural para Portugal é a Espanha (com 45%) a maior parte do qual é oriundo, provavelmente, da Argélia. Portanto, a dependência energética de Portugal face à Argélia é realmente superior a 35%.

## O financiamento que pensa em verde

Em 2015, em Paris, 196 países comprometeram-se a trabalhar para limitar o aquecimento global a 2°C (ou menos) em relação aos níveis pré-industriais. Para cumprir os acordos de Paris e alcançar uma transformação para uma economia baixa em emissões de carbono e uma utilização mais eficiente dos recursos, são necessárias alterações estruturais e uma mobilização significativa de recursos. Só na Europa, a Comissão Europeia estima que sejam necessários investimentos adicionais no valor de 180.000 milhões de euros por ano (até 2030) nos setores da energia e dos transportes, como é possível observar no primeiro gráfico.<sup>1</sup>

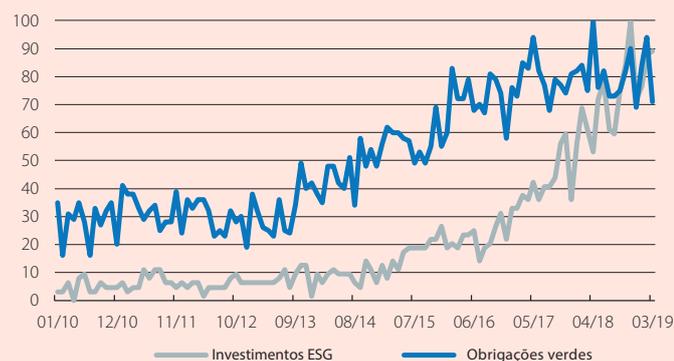
Neste sentido, o desafio é enorme e requer a participação ativa de um vasto leque de agentes, entre os quais se destacam os governos e as indústrias afetadas. Contudo, é também fundamental o papel que o setor financeiro pode desempenhar na transição para uma economia sustentável. Neste artigo vamos abordar o papel das finanças verdes na luta contra a mudança climática e os obstáculos que travam o seu desenvolvimento pleno.

De facto, o setor financeiro, como intermediário entre a poupança e o investimento na economia, pode facilitar a canalização de fundos para atividades que contribuam para um desenvolvimento mais sustentável e que possuam benefícios ambientais, tais como as destinadas à redução da poluição atmosférica, a melhorar a eficiência energética ou adaptar e atenuar os efeitos da mudança climática. Com esta lógica, as finanças verdes (que estão englobadas dentro de um conceito mais amplo de finanças sustentáveis)<sup>2</sup> tornaram-se numa questão prioritária em vários fóruns internacionais, incluindo a agenda do G-20. Além disso, o seu desenvolvimento nos últimos anos tem sido muito significativo. Como mostra o segundo gráfico, o interesse em investimentos em instrumentos financeiros relacionados com a sustentabilidade, tais como as obrigações verdes, avança rapidamente no mundo inteiro.

No entanto, apesar dos progressos observados nos últimos anos, ainda existe um longo caminho a percorrer e a implantação de capital privado para financiar projetos verdes é ainda limitada.

### Evolução do interesse web global

Índice (máximo histórico = 100)



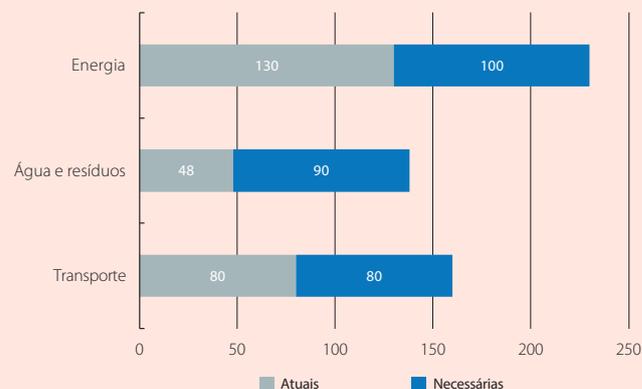
**Nota:** O interesse web mede as pesquisas de um termo específico relativamente à totalidade de pesquisas registadas pelo Google. O índice apresentado no gráfico mostra o interesse web do termo em relação ao valor máximo alcançado na sua série histórica. A sigla ESG descreve uma abordagem que incorpora fatores ambientais, sociais e de governo corporativo na tomada de decisões.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Google Trends.

ceiros verdes. Isto significa que os investidores não podem ter a certeza de que o seu dinheiro está a ser realmente investido em projetos sustentáveis,<sup>5</sup> e age como travão ao pleno desenvolvimento de mercados de produtos financeiros verdes.

- De acordo com o EIB, este valor atinge 270.000 milhões de euros se forem incluídas as necessidades de investimento em água e na gestão dos resíduos.
- As finanças sustentáveis canalizam fundos para investimentos com uma finalidade social definida.
- Green Finance Study Group. (2016). «G20 green finance synthesis report». Toronto: G20 Green Finance Study Group.
- Além disso, continua a ser difícil quantificar com precisão e comparar o progresso das finanças sustentáveis nos mercados financeiros. Em parte, isto deve-se a inconsistências sobre definições, taxonomias e metodologias, bem como à falta de dados (históricos, por tipo de ativos e por geografia).
- É conhecido como o risco de *greenwashing*, ou seja, produtos e serviços apresentados como sustentáveis ou que respeitam o meio ambiente e que realmente não o são.

### Necessidades de investimento anual para o desenvolvimento sustentável na UE

(Milhares de milhões de euros)



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

Por exemplo, as emissões totais de obrigações verdes totalizaram 500.000 milhões em novembro de 2018, apenas 11 anos após a primeira emissão de obrigações verdes da história. Pode parecer muito, mas este valor representa menos de 1% da totalidade das obrigações emitidas a nível mundial.<sup>3</sup> Igualmente, os ativos de infraestruturas verdes representam menos de 1% da totalidade de ativos detidos por investidores institucionais.<sup>4</sup>

Neste contexto, o potencial evolutivo das finanças verdes é considerável. No entanto, para tal precisam de ultrapassar uma série de barreiras institucionais e de mercado, algumas relacionadas especificamente com a mobilização de recursos para projetos de investimento verde.

Em primeiro lugar, destaque para a falta de um quadro comum para definir claramente o que constitui uma atividade verde. De facto, atualmente não existe nenhuma taxonomia normalizada nem uma etiquetagem consistente e fiável de produtos financeiros verdes.

Em segundo lugar, outro obstáculo a considerar são os problemas de informação assimétrica entre investidores e recetores de fundos. Definitivamente, argumenta-se que os retornos derivados de investimentos em projetos verdes são difíceis de avaliar devido, entre outros, à falta de definições, modelos adequados de avaliação do risco e um quadro para a divulgação de informações que permita a comparação entre projetos, para servir de diretriz para que as empresas tornem pública a forma como incorporam elementos de sustentabilidade nos seus processos de investimento ou os efeitos dos seus produtos ou investimentos no clima.<sup>6</sup> Esta falta de informação contribui para aumentar os custos de procura de projetos verdes e limita os fluxos financeiros que visem atividades sustentáveis.<sup>7</sup>

Em terceiro lugar, os agentes económicos têm tendência a não incorporar adequadamente – às vezes por falta de informação – o risco para o meio ambiente (físico) e de transição ecológica<sup>8</sup> nas suas decisões financeiras e de investimento, levando a uma avaliação distorcida do binómio rentabilidade–risco entre vários projetos.<sup>9</sup> O facto de que os agentes não incluam na sua análise faz com que, entre outros, o risco para o meio ambiente não se reflita no preço do financiamento e que ocorra uma distribuição pouco eficiente do capital entre projetos verdes (que respeitam o meio ambiente) e os castanhos (que não incorporam a dimensão ambiental nas suas análises e que são intensivos na utilização de combustíveis fósseis). Neste sentido, melhorar os mecanismos de transparência e informação para permitir aos investidores conhecer em primeira mão quais são as empresas que estão menos expostas aos efeitos da mudança climática e uma avaliação financeira correta dos riscos para o meio ambiente, ajudaria a desincentivar o investimento em indústrias mais poluentes.

Além disso, também existem barreiras mais genéricas que afetam o financiamento de investimentos a longo prazo. Em particular, alguns projetos de investimento (incluindo alguns projetos verdes) exigem um maior capital para financiar e/ou de financiamento durante um horizonte de tempo mais longo do que o habitual. No entanto, muitas vezes, o financiamento das instituições bancárias e os instrumentos financeiros nos mercados de capitais costumam ter um horizonte a mais curto ou médio prazo. Este desajustamento em termos de tempo entre os vencimentos de ativos e passivos utilizados em projetos verdes (*maturity mismatch*) contribui para a existência de uma menor disponibilidade financeira para investimentos com um horizonte de tempo de muito longo prazo.

Para ultrapassar estas barreiras e reforçar o papel das finanças na transição ecológica é fundamental a existência de um extensa coordenação internacional, integrando todos os agentes envolvidos, dado que se trata de um desafio global e porque o estabelecimento de um quadro comum e de padrões assim exige. Neste sentido, em termos europeus, destaque para o trabalho que a Comissão Europeia está a fazer para acordar uma taxonomia comum, tais como o Plano de Ação sobre Finanças Sustentáveis (apresentado em 2018) e os grupos de trabalho criados para incluir a indústria financeira neste processo.

Da mesma forma, também é importante que os diferentes agentes contenham informação sobre os cenários climáticos<sup>10</sup> a fim de identificar, quantificar e atenuar os riscos e exposições ambientais de forma adequada. Além disso, a estrutura regulamentar deve ser clara e estável para facilitar que os agentes possam antecipar e gerir as mudanças associadas a esta transição sustentável. Neste sentido, destaque para a iniciativa do grupo de trabalho do Financial Stability Board<sup>11</sup> – liderada principalmente por investidores e gestores de ativos – que visa melhorar a transparência, fiabilidade, comparabilidade e divulgação da informação relacionada com os riscos climáticos.

Definitivamente, vários agentes (empresas, governos e organismos reguladores) possuem um importante papel a desempenhar no apoio a esta transição para uma economia mais sustentável a longo prazo. Também o setor financeiro, como intermediário entre a poupança e o investimento. Contudo, para que esta transição possa ser efetivamente financiada, é essencial trabalhar para identificar e eliminar as barreiras que limitam o desenvolvimento das finanças verdes.

6. Os investidores a longo prazo precisam de informações sobre como as empresas estão a preparar-se para a transição ecológica, dado que as mais preparadas podem ter uma vantagem competitiva sobre as suas concorrentes.

7. Ver a nota 4.

8. Vinculado ao processo de ajustamento a uma economia baixa em emissões de carbono. Inclui mudanças regulamentares, as derivadas de novas tecnologias e de preferências que podem levar a uma reavaliação de vários ativos e criar exposições de crédito para instituições financeiras.

9. Especificamente, empresas que investem mais intensamente em atividades com maiores riscos relacionados com as mudanças climáticas podem ser mais vulneráveis à transição para uma economia baixa em emissões de carbono, o que poderia terminar por refletir em retornos mais baixos.

10. Com modelos homogéneos que contenham dados desagregados e envolvam a comunidade científica.

11. Task Force on Climate-related Financial Disclosures <https://www.fsb-tcfd.org/about/#>

## O novo mix energético na Península Ibérica: o combate contra o aquecimento global

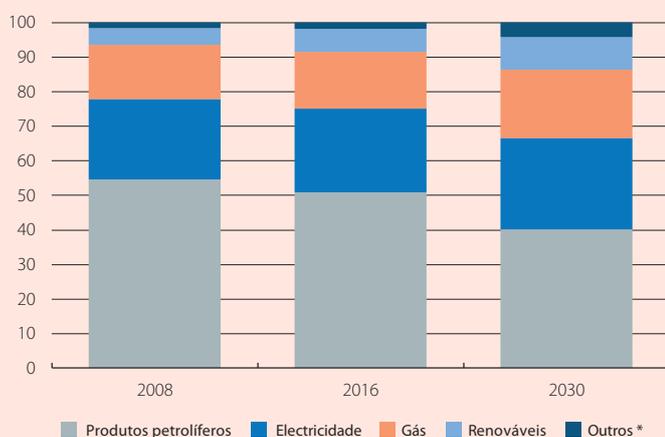
O Observatório Mauna Loa no Hawai registou, em janeiro de 2019, o nível mais elevado de concentração de dióxido de carbono na atmosfera, 411 partes por milhão (ppm), face a 290 ppm em 1880. A par disto, em 2018, a temperatura da superfície do planeta excedeu em 0,8°C a temperatura média registada entre os anos 1951 e 1980.<sup>1</sup> Os especialistas sublinham os efeitos adversos que as emissões de gases com efeito de estufa, provocadas principalmente pela atividade humana, provocam no nosso planeta e a urgência em tomar medidas, nomeadamente através da alteração das fontes de energia que suportam o nosso consumo. Neste contexto, qual é a posição da Península Ibérica e o que esperamos para o futuro?

### Contexto energético atual na Ibéria

Atualmente, a produção primária de energia<sup>2</sup> em Portugal e Espanha baseia-se, praticamente, em energias renováveis, destacando-se, em ambos os casos, os biocombustíveis sólidos, seguindo-se a energia eólica. Ainda assim, a produção primária de energia

### Espanha: mix energético 2008 vs 2030

Percentagem do consumo final de energia (%)



Nota: \* Outros: inclui carvão e outras fontes de energia não especificadas.

Fonte: BPI Research, com base no Plano Nacional Integrado Energia e Clima 2021-2030, Cepsa.

gráficos, o que pode ser explicado pelo peso da indústria e dos transportes no consumo final de energia (no conjunto, representam mais de 65% do consumo final total).<sup>6</sup> A eletricidade alcança a segunda posição no mix dos dois países, com um peso superior a 20%, embora as fontes de energia usadas na produção doméstica de eletricidade apresentem diferenças entre os dois países.<sup>7</sup> A terceira posição em Portugal corresponde às energias renováveis (13% do consumo final de energia, 7% em Espanha). Em Espanha, pelo contrário, a terceira fonte é o gás natural, com um peso de 17% (10% no caso de Portugal).

### O que esperar na próxima década?

A preocupação com as questões ambientais marcará os próximos 10 anos. De facto, e tal como se explica no artigo «O financiamento que pensa em verde» nesta mesma *Informação Mensal*, o Acordo de Paris, assinado em 2015, pretende limitar o aumento médio da temperatura mundial a 2°C em relação aos níveis pré-industriais e acelerar os esforços para limitar o aumento a 1,5°C. Neste âmbito, a União Europeia assumiu o compromisso de reduzir os gases com efeito de estufa em 40% até 2030 face aos níveis de 1990. Neste contexto, Portugal adotou o compromisso de uma redução mínima entre 20% a 35%, e Espanha uma redução de

nos dois países é substancialmente inferior ao consumo primário de energia<sup>3</sup> (rácio de 22,9% em Portugal e de 27,2% em Espanha em 2017, em comparação com a média da UE, de 48,6%). Apesar do rácio se manter em níveis muito inferiores à média da UE, as duas economias registaram uma melhoria nos últimos 10 anos, devido ao aumento da produção primária de energia e à queda do consumo primário neste período, um sinal de que avançamos para um modelo mais sustentável.<sup>4</sup>

Como as necessidades energéticas superam, tanto em Portugal como em Espanha, o que cada um destes países consegue produzir, Portugal e Espanha, importam grande parte da energia que consomem, destacando-se, em ambos os casos, o petróleo e seus derivados, com um peso superior a 65% do total de importações de energia. Segue-se, em menor medida, o gás natural e o carvão.

Ao mesmo tempo, o consumo final de energia<sup>5</sup> em Portugal e Espanha é liderado pelos produtos petrolíferos, com um peso em torno de 50% (40% na UE), tal como se pode observar nos

1. Segundo os dados da NASA.

2. A produção primária de energia é a extração de produtos energéticos a partir de fontes naturais.

3. O consumo primário de energia inclui o consumo do setor energético, as perdas durante a transformação e distribuição da energia e, o consumo dos utilizadores finais.

4. Em 2008, o rácio era de 19,0% para Portugal e de 22,5% em Espanha. Uma das razões para a diminuição do consumo prende-se com a crise financeira neste período.

5. O consumo final de energia inclui a energia total consumida pelos utilizadores finais, como famílias, indústria, serviços e transportes.

6. Os restantes 30% correspondem às atividades domésticas (por exemplo, aquecimento), sector dos serviços agricultura, entre outros.

7. Em Espanha, o gás natural, as renováveis e o nuclear representam 77% da produção interna de eletricidade. Em Portugal, o gás natural, as renováveis e o carvão representam 97% da produção elétrica.

20%, face aos níveis de 1990. Para isso, terão de reduzir os gases com efeito de estufa com origem no setor energético, o qual é responsável por grande parte da emissão destes gases na atmosfera. Ao mesmo tempo, esta transformação, se levada a bom porto, será relevante para as economias ibéricas do ponto de vista da dependência energética.<sup>8</sup> De facto, em 2016, o grau de dependência energética era de 73,5% em Portugal e de 71,9% em Espanha (média da União Europeia, 53,6%).<sup>9</sup>

Ambos os países preveem que, em 2050, as emissões de gases com efeito de estufa se reduzam a 0 e, neste sentido, os planos nacionais de energia e outros estudos apontam para que o petróleo e os produtos petrolíferos diminuam o seu peso no mix energético de forma significativa até 2030 (-11 p.p. em Portugal e em Espanha, em relação a 2016), depois de reduções relativamente modestas observadas na última década (-3 p.p. em Portugal e -4 p.p. em Espanha). Ainda assim, espera-se que os produtos petrolíferos continuem a liderar o mix energético nos dois países e que representem 39% e 40% do consumo energético final em Portugal e Espanha, respetivamente.

Esta liderança explica-se pelo peso do setor dos transportes, muito dependente dos produtos petrolíferos, pelo que, se se pretende reduzir o peso do petróleo, as autoridades deveriam fomentar a substituição dos combustíveis fósseis por eletricidade, biocombustíveis e/ou hidrogénio.

Ao mesmo tempo, haverá um aumento relativamente moderado do peso da eletricidade no mix energético (5 p.p. em Portugal e 2 p.p. em Espanha, em relação a 2016) e esta tendência incentivará, por sua vez, um maior uso dos recursos renováveis. De facto, ambos os países apontam objetivos claros neste ponto: Portugal pretende que 80% da produção elétrica tenha origem em fontes renováveis (energia solar, eólica e hidroelétrica, principalmente) em 2030, enquanto Espanha pretende alcançar uma proporção de 74% (eólica, solar e hidroelétrica).<sup>10</sup> A eletrificação do mix energético deverá ser transversal aos vários setores, ainda que, no caso da indústria, a alteração possa ser mais lenta do que noutros setores, considerando a complexidade que supõe a transformação de modelos de negócio e a inovação dos processos produtivos.

Espera-se que a terceira principal fonte de energia no consumo final continue a ser distinta entre os dois países: em Espanha, as projeções do plano nacional de energia e outros estudos apontam para que o gás natural continue a ocupar a terceira posição, com um peso de 20% em 2030, seguindo-se as energias renováveis (9%). Pelo contrário, em Portugal, espera-se que as fontes renováveis mantenham o terceiro lugar no mix energético, com um peso de 18%. Isto não responde tanto a um aumento significativo destas energias em 2030, mas antes ao peso que estas fontes de energia têm atualmente no consumo final de energia em Portugal (13% em 2016, face a 7% em Espanha e à média da UE), e ao investimento substancial que o país tem feito nestes recursos nos últimos anos.

A alteração do mix energético, mais orientado para fontes limpas de energia, terá impactos positivos não só no meio ambiente, como também na saúde pública e na economia. Assim, esta alteração permitirá reduzir a dependência energética das economias ibéricas face ao petróleo e seus derivados, o que reduzirá a fatura energética graças a uma redução das importações e, consequentemente, contribuirá para a melhoria da balança comercial.<sup>11</sup> Ao mesmo tempo, o investimento em fontes renováveis de energia contribuirá para o crescimento económico e para a criação de emprego. No entanto, permanece a dúvida sobre qual será o impacto deste mix energético mais sustentável no custo de energia para o consumidor final. Em grande medida, isso dependerá de como o progresso tecnológico seja capaz de continuar a reduzir, como tem acontecido nos últimos anos, o custo de produção da energia renovável.

8. Destaca-se, em ambos os casos, a dependência significativa da importação de petróleo e produtos petrolíferos, com um rácio de dependência (medido pela relação entre as importações líquidas de petróleo e seus derivados e o consumo interno bruto + Bunkers marítimos internacionais) de 96,9% e de 99,2% para Portugal e Espanha, respetivamente (2016).

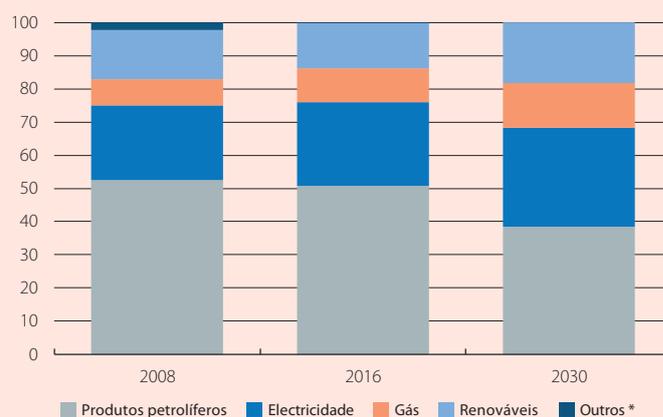
9. Para uma análise mais aprofundada, ver o artigo «A geopolítica da energia» nesta mesma *Informação Mensal*.

10. Atualmente, as renováveis têm um peso de 41% e 33% em Portugal e Espanha, respetivamente.

11. Tendo em conta o Plano Nacional Integrado Energia e Clima 2021-2030 de Portugal e Espanha, o objetivo é de uma redução dos rácios de dependência para 65% e 59%, respetivamente.

### Portugal: mix energético 2008 vs 2030

Percentagem do consumo final de energia (%)



Nota: \* Outros: inclui carvão e outras fontes de energia não especificadas.

Fonte: BPI Research, com base no Plano Nacional Integrado Energia e Clima 2021-2030, Roteiro para a Neutralidade Carbónica 2050, EDP, Cepsa.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

Design e produção: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

