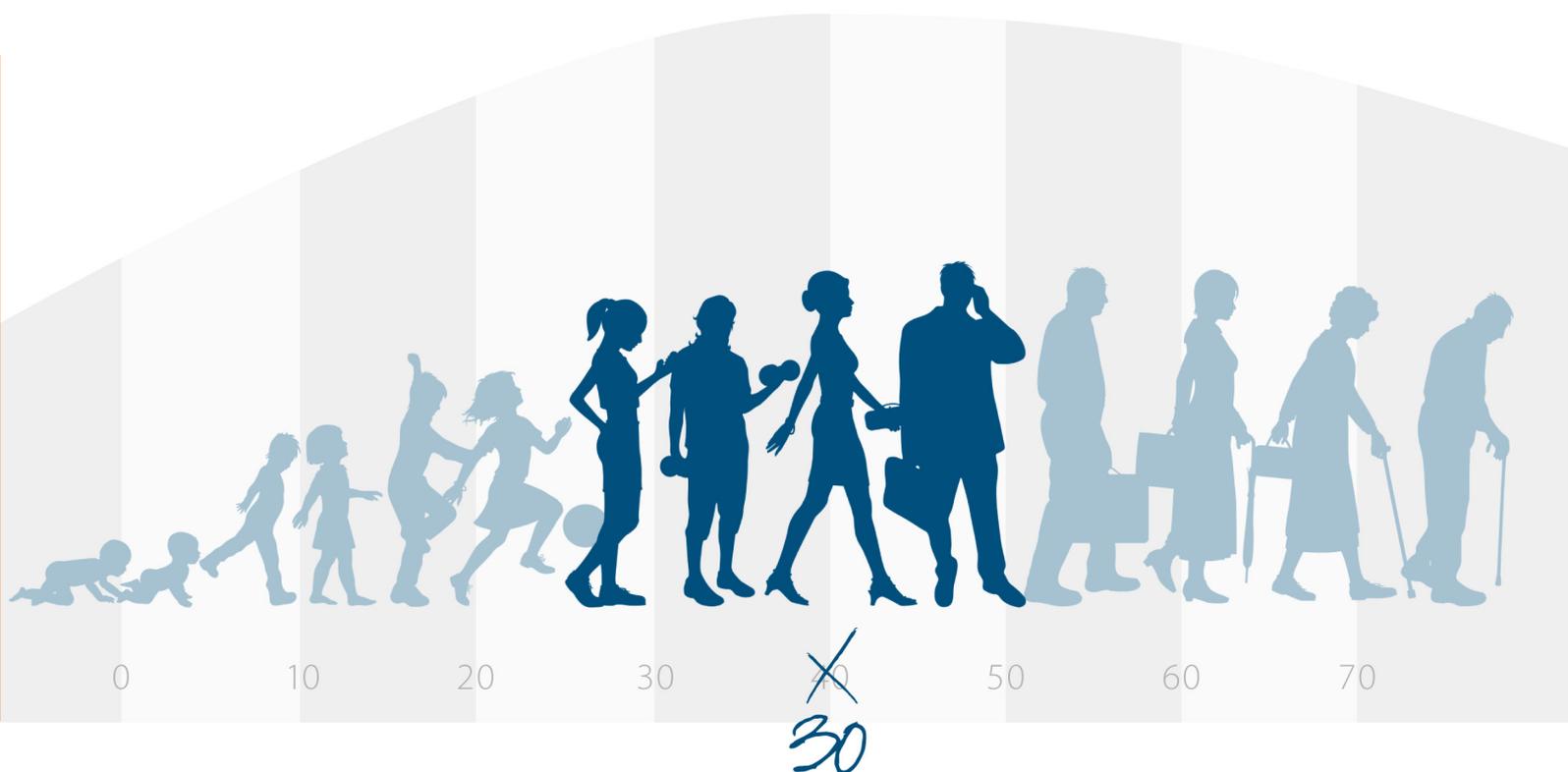


# IM06

INFORMAÇÃO MENSAL  
JUNHO 2019



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS  
*O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar? Parte II*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Anatomia da desaceleração da Zona Euro: lições do segundo semestre de 2018*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Indústria: um setor em desenvolvimento*

ECONOMIA ESPANHOLA  
*O automóvel, um setor fundamental que enfrenta um futuro incerto*

## DOSSIER: JUVENTUDE, DIVINO TESOURO

*Jovens adultos do século XXI, uma forma diferente de encarar a vida?*

*Como mudaram os jovens adultos as suas decisões de consumo e poupança?*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 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 maio 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?*  
*Parte II*

### 12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Anatomia da desaceleração da Zona Euro: lições do segundo semestre de 2018*

### 19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Indústria: um setor em desenvolvimento*

### 24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *O automóvel, um setor fundamental que enfrenta um futuro incerto*

### 29 DOSSIER: JUVENTUDE, DIVINO TESOURO

29 *Jovens adultos do século XXI, uma forma diferente de encarar a vida?*

34 *Como mudaram os jovens adultos as suas decisões de consumo e poupança?*

## Políticas para os jovens adultos

Se existe uma etapa que concentra muitas das grandes decisões que tomamos ao longo da vida, essa é a da juventude adulta. Decisões sobre a nossa formação educativa e profissional; sobre os primeiros passos da nossa carreira profissional: sobre se finalmente nos devemos emancipar... sobre se devemos viver em casal, com amigos ou colegas; sobre ter filhos e quantos seriam; onde morar (talvez emigrar?); e se devemos comprar casa ou alugar. Uma etapa intensa para quem a está a viver e também fascinante para economistas e outros cientistas que estudam de que forma estas decisões são tomadas, o que as condiciona, as suas implicações a nível pessoal e coletivo e quais são as políticas que dariam melhores resultados.

Por exemplo, em termos de educação, Espanha destaca-se pela elevada proporção de jovens adultos com estudos universitários, mas também pela grande quantidade de jovens que apenas possuem a escolaridade obrigatória. Ambos os números são bem superiores à média europeia e são sintomáticos, certamente, devido à falta de poder de atração do sistema de formação profissional espanhol. Uma formação profissional moderna, que combine ensino de qualidade na sala de aula com aprendizagem nas empresas, atrairia muitos alunos que hoje abandonam de forma prematura a sua formação ou que escolhem, sem que esta seja a melhor opção para eles, a universidade.

No local de trabalho, os jovens adultos são especialmente prejudicados pela dualidade do mercado de trabalho, que segmenta o mercado entre *insiders* e *outsiders*. Os *insiders* estão há muito tempo a trabalhar e possuem contratos sem termo – apesar de alguns deles serem jovens, a maior parte já não o é. Os *outsiders*, muitos dos quais são jovens, estão desempregados ou têm contratos de trabalho temporário. Durante a crise, os *outsiders* sofreram de forma desproporcionada os custos de ajustamento, tanto em termos de desemprego como de redução dos salários, com consequências que ainda se fazem sentir. Resolver o problema da dualidade, como por exemplo tornando a contratação sem termo mais atraente, seria positivo para a eficiência e para a equidade.

A precariedade do trabalho, que se traduz em salários mais baixos, numa temporalidade mais elevada e numa maior taxa de desemprego, faz adiar a idade de emancipação. Em Portugal, a percentagem de jovens entre os 18 e os 34 anos que ainda vivem com os pais é de 63%, cerca de mais 15 pontos do que a da Zona Euro. Por sua vez, ser independente mais tarde tem um impacto direto nas taxas de fecundidade: em cada 1.000 mulheres com idades compreendidas entre os 20 e os 39 anos, nascem 125 crianças em Portugal, um número muito inferior aos 180 que nascem em França. Mudar estas dinâmicas também seria uma grande contribuição a favor da sustentabilidade do regime público de pensões.

Nos últimos anos, os jovens também sofreram com a maior restritividade nas condições de acesso à habitação. O aumento do preço dos alugueres e as dificuldades em conseguir poupar o suficiente para comprar uma casa foram fatores que, aliados à insegurança no trabalho, contribuiram para adiar a idade de emancipação. Neste âmbito, as políticas públicas devem ter como objetivo aumentar a oferta de habitações de aluguer, inclusivamente através de um parque público que em Espanha é muito limitado. Políticas como impor um limite ao preço dos alugueres poderão ser contraproducentes porque tendem a reduzir, em vez de aumentar, a oferta do número de habitações para arrendar.

A educação, o mercado de trabalho e a habitação são três grandes áreas nas quais uma melhoria das políticas públicas beneficiaria os jovens adultos. Os jovens apenas querem ter um emprego estável no qual possam crescer em termos pessoais e profissionais, emancipar-se antes, formar uma família e não precisar de gastar metade do que ganham numa habitação. É assim tão complicado poder ajudá-los?

## Cronologia

### MAIO 2019

- 10** Os EUA tornam efetivo o aumento das taxas aduaneiras de 10 para 25% a 200.000 milhões de dólares de importações da China (tinha sido suspenso no final de fevereiro). Em resposta a este aumento, a China anuncia que vai aumentar as taxas aduaneiras a 60.000 milhões de dólares de importações provenientes dos EUA.
- 23-26** Realizam-se eleições para o Parlamento Europeu.

### 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 prolonga o *Brexit* até 12 de abril de 2019.

### JANEIRO 2019

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

### ABRIL 2019

- 10** Adiamento do *Brexit* até 31 de outubro de 2019.
- 28** Realizam-se eleições legislativas em Espanha.

### 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%.

## Agenda

### JUNHO 2019

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 6** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 7** Portugal: comércio internacional (abril).
- 18** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (4T).
- 18-19** Comité Monetário da Fed.
- 20-21** Conselho Europeu.
- 21** Portugal: indicadores coincidentes (maio).
- 24** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).  
Portugal: contas nacionais trimestrais (1T).
- 25** Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).  
Portugal: preços da habitação (1T).  
Portugal: balança de pagamentos (abril).
- 27** Espanha: evolução do IPC (junho).  
Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).  
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 28** Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).  
Espanha: balança de pagamentos (abril).  
Portugal: evolução do IPC (junho).

### JULHO 2019

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 4** Portugal: sistema bancário português.
- 10** Portugal: comércio internacional (maio).
- 15** Espanha: contas financeiras (1T).
- 19** Portugal: indicadores coincidentes.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 25** Espanha: inquérito à população ativa (2T).  
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 26** EUA: PIB (2T).
- 29** Espanha: evolução do IPC (julho).
- 30** Espanha: execução orçamental do Estado (junho).  
Portugal: emprego e desemprego (junho).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
- 30-31** Comité Monetário da Fed.
- 31** Espanha: evolução do PIB (2T).  
Portugal: evolução do IPC (julho).  
Zona Euro: PIB (2T).

## A economia mantém-se firme no leme apesar das escuras nuvens protecionistas

**A economia mundial navega com relativa prosperidade, apesar da mudança nas expectativas.** Nos últimos trimestres verificou-se uma revisão generalizada das previsões de cerca de 0,4 p.p. nas principais economias, devido ao aumento de riscos de natureza global tais como a maior incerteza geopolítica e tensões comerciais. Esta narrativa, um pouco menos otimista, tem-se vindo a ajustar ao cenário que estipulamos no BPI Research e que prevê uma ligeira desaceleração da economia global em 2019 e 2020. No entanto, por enquanto não nos devemos deixar levar pelo pessimismo, dado que na grande maioria dos casos o ritmo evolutivo é semelhante à média dos últimos 40 anos. Além disso, convém não esquecer que é normal – ao estarmos numa fase mais madura do ciclo como a atual – que o crescimento perca alguma robustez. Os EUA e a China são duas economias nas quais é dado como certo que vai ocorrer uma desaceleração (ambos os países perderam força no 1T), sendo que será fundamental que se adaptem a esta desaceleração da forma mais amena possível.

**Contudo, existem riscos de fortes ondulações por causa das tensões comerciais.** As tensões comerciais tinham diminuído significativamente nos últimos meses face à expectativa de um acordo iminente entre os EUA e a China. No entanto, reapareceram com força no mês passado, parecendo muito complicado que após os últimos acontecimentos as duas potências assinem um acordo a curto prazo. Em particular, os dois países aumentaram as taxas aduaneiras, sendo que a Huawei, empresa tecnológica chinesa de reconhecida envergadura, juntou-se à lista de empresas que precisam de autorização do governo nos EUA para adquirir componentes e tecnologia norte-americanos. No fundo, é possível depreender uma espécie de disputa de liderança global pelo domínio geopolítico e tecnológico num contexto em que a China não cumpre algumas das exigências dos EUA em matéria de propriedade intelectual. As bolsas foram afetadas pelo aumento da incerteza e da aversão ao risco, especialmente na China. Também existe preocupação nas economias avançadas, mas nem a Fed nem o BCE pretendem apertar a sua política monetária nos próximos meses, o que representa um elemento de apoio importante para os mercados financeiros.

**O navio europeu está a sair devagar das águas agitadas, mas ainda se vislumbram ondas.** Apesar de um crescimento no 1T acima das expectativas, a atividade na Zona Euro deverá permanecer em níveis contidos no 2T (ligeiramente acima de 1,0% homólogo) dado que as perturba-

ções no setor externo e industrial ainda não desapareceram. No entanto, o crescimento poderia chegar a recuperar força no segundo semestre do ano. Apesar deste cenário de crescimento moderado mas razoavelmente saudável, devemos permanecer atentos dado que os riscos em torno do *Brexit* e de Itália não diminuirão. No Reino Unido, a renúncia de Theresa May torna muito difícil prever se o Reino Unido poderá aprovar o acordo de saída da UE antes do novo prazo estabelecido por Bruxelas (31 de outubro). Em Itália, o conflito com a Comissão Europeia continua agitado, não sendo de descartar a convocatória de novas eleições antecipadas nos próximos meses.

**Espanha e Portugal continuam a sua rota com uma velocidade de cruzeiro confortável.** Espanha não perde força, com os indicadores económicos do primeiro período do 2T a sugerir um crescimento dinâmico após o excelente dado do 1T (0,7% em cadeia). A procura interna continua a ser o grande motor do navio espanhol, com o único senão a advir do comportamento modesto do setor externo, afetado pelas tensões comerciais e pelo crescimento mais moderado da Zona Euro. Particularmente significativas são a força do mercado de trabalho (pulverizando até as previsões mais otimistas), a resiliência do setor do turismo num contexto menos favorável e a continuidade da expansão imobiliária. Leitura bastante semelhante ocorre em Portugal, onde o dado do 1T confirmou as boas sensações que tínhamos com um crescimento em cadeia de 0,5% (1,8% homólogo) ajudado pelo dinamismo do investimento. De salientar que a melhoria do mercado de trabalho nas economias ibéricas, tanto em termos do número de empregados como salariais, também está a ter um efeito muito favorável nas contas públicas através do aumento das receitas fiscais.

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	2,50	2,50	2,25
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,70	2,65	2,40
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	2,85	2,80	2,55
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	2,55	2,60	2,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	2,75	2,80	2,70
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,10	0,00
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,35	-0,10	0,15
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,33	-0,08	0,18
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,28	-0,05	0,20
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,18	0,05	0,35
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,08	0,15	0,50
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,40	-0,10	0,35
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	0,40	0,70	1,20
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,02	0,19	0,64
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	0,42	0,56	1,00
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	1,40	1,50	1,90
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	-0,21	0,10	0,72
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	0,40	0,69	1,27
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	1,55	1,85	2,35
Prémio de risco	19	362	149	147	115	115	115
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,15	1,19	1,23
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	125,86	126,14	130,38
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,44	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,84	0,83
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,74	0,71	0,68
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	70,0	66,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	60,9	55,5	51,2

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	3,6	3,3	3,4	3,5
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,2	2,4	2,2	1,9	1,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,4	1,7	1,7
Zona Euro	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
Alemanha	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
França	2,0	0,6	2,3	1,6	1,4	1,5	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,4	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	2,3	1,9	1,7
Japão	1,5	0,4	1,9	0,8	1,0	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,5	1,5	1,5
<b>Países emergentes</b>	6,5	5,2	4,8	4,5	4,3	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	6,4	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	1,2	1,8	2,1
México	2,4	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,5
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,2	1,9	1,8
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	3,6	3,5	3,5	3,4
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	2,0	1,8
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,3	1,5	1,8
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,6	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,5	1,8
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,8	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	1,4	1,6	1,9
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,6	1,3	1,3
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	4,8	4,6	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	4,9	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,5	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,9	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,2	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	5,0	4,2	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	17,0	13,0	10,0
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	4,2	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	6,1	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	2,5	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	-0,4	-0,3	0,1

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	1,8	1,7	1,6
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,8	1,9	2,1	1,7	1,5	1,4
Formação bruta de capital fixo	6,0	-3,4	4,8	5,3	3,5	2,9	2,5
Bens de equipamento	5,3	0,3	6,0	5,4	4,4	3,0	2,6
Construção	6,2	-6,1	4,6	6,2	3,6	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	1,1	3,7	3,6
Importação de bens e serviços	7,1	-1,0	5,6	3,5	0,3	4,0	3,7
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,8</b>	<b>0,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,4	-1,3	2,8	2,5	2,3	1,9	1,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	13,4	11,8	10,6
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	1,4	1,6	1,9
Custos de trabalho unitários	3,3	0,2	0,2	0,8	1,7	2,3	2,5
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-6,0	-1,6	1,8	0,9	0,6	0,6	0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,3	-1,2	2,1	1,5	0,8	0,8	0,8
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-7,0	-3,0	-2,5	-2,3	-1,5	-1,1

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

Previsões

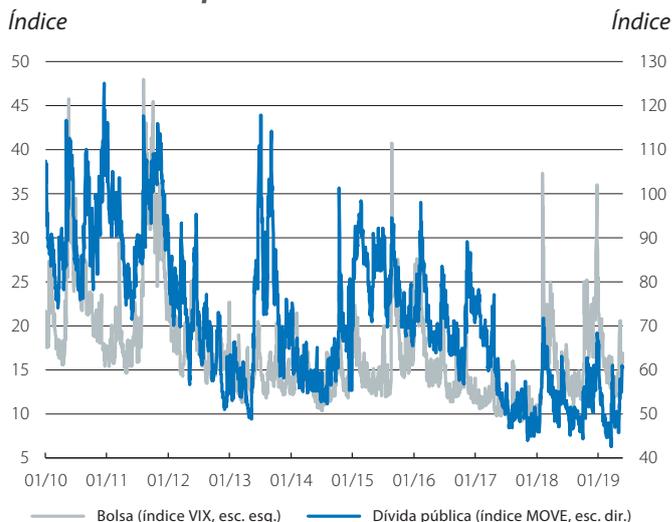
## A aversão ao risco impõe-se entre os investidores

**As tensões comerciais desestabilizam os mercados financeiros.** Quebrando a relativa bonança que tinha dominado o cenário financeiro durante os primeiros meses do ano, a aversão ao risco prevaleceu nos mercados globais em maio. O otimismo dos investidores durante os meses anteriores, com base no novo aumento das tensões comerciais, na pausa no aperto da política monetária dos principais bancos centrais e em dados económicos favoráveis, mudou bruscamente quando o governo dos EUA anunciou um aumento das taxas aduaneiras às importações chinesas. Este anúncio, que apanhou de surpresa o mercado, pressupôs um reajustamento das expectativas por parte dos investidores e despertou os receios de que as tensões comerciais iriam ter um maior peso no crescimento económico. Esta situação traduziu-se num aumento da volatilidade e da aversão ao risco, aumentando a preferência por ativos de refúgio (como a dívida soberana dos EUA e da Alemanha, o dólar e o ouro). Por outro lado, dentro deste contexto de maior incerteza, os bancos centrais mantiveram a sua mensagem de paciência, reafirmando a intenção de não levar a cabo um maior aperto da política monetária nos próximos tempos, e oferecendo uma visão relativamente positiva do contexto macroeconómico no médio prazo, embora observando que os riscos continuam a ser negativos.

**Oscilações nas bolsas.** Durante os primeiros quatro meses do ano, o otimismo dos investidores traduziu-se em revalorizações significativas das bolsas (índice MSCI mundial +15,6%). Contudo, esta situação mudou em maio. O novo aumento das tensões comerciais entre os EUA e a China e a publicação de dados de atividade que confirmam que a economia mundial está a evoluir a um ritmo mais moderado fizeram diminuir a confiança em termos de investimento. A relevância que os investidores deram a estes elementos foi tal, que passaram para segundo plano elementos como os surpreendentes resultados empresariais positivos do 1T nas principais economias (liderados pelos setores do consumo e da tecnologia). Assim, num contexto de maior incerteza e volatilidade, foram registadas perdas em todos os índices bolsistas globais, tendo o S&P 500, o EuroStoxx 50 e o índice MSCI para o conjunto dos emergentes perdido quase 7%. Por região, as perdas foram particularmente intensas nas bolsas asiáticas, tendo o índice MSCI para a Ásia emergente registado uma queda de cerca de 9%. Por sua vez, na América Latina as bolsas foram mais afetadas por fatores idiossincráticos da região, com o índice MSCI da América Latina a registar uma queda de 2,5%.

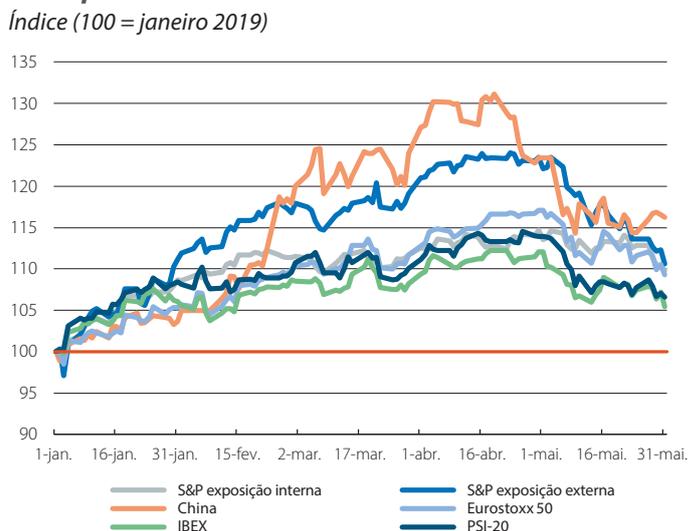
**As taxas de juro soberanas estão em valores mínimos.** Nos mercados de rendimento fixo, o aumento da aversão ao risco traduziu-se numa mudança nas preferências dos investidores, que optaram por ativos considerados mais seguros, como a dívida soberana dos EUA e da Alemanha. Isto fez com que as taxas de juro soberanas a 10 anos das duas economias alcançassem níveis mínimos, de dois anos no caso do *treasury* norte-americano e de três no caso do *bund* (que voltou a entrar em

### Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

### Principais bolsas internacionais



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

### Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

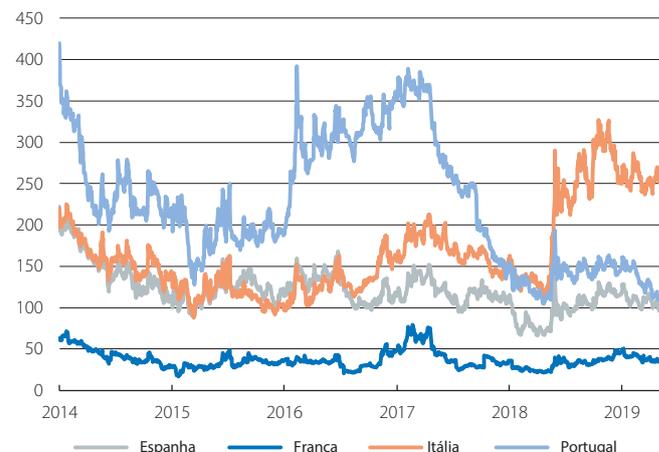
terreno negativo). Além disso, a curva soberana norte-americana inverteu novamente, com uma taxa de juro a 10 anos inferior à taxa de juro soberana a 3 meses (que tradicionalmente sempre foi um sinal antecedente a uma recessão, embora existam razões para pensar que desta vez poderá ser diferente, tal como analisámos em publicações anteriores). Por sua vez, os prémios de risco desceram em Espanha e Portugal, embora em menor escala do que em abril, colocando a rentabilidade das obrigações a 10 anos em novos valores mínimos históricos, ao fecharem o mês abaixo de 0,80% e 0,90%, respetivamente. Em contrapartida, em Itália o aumento das tensões em torno da política fiscal do governo e as afirmações contraditórias neste sentido, aumentaram o prémio de risco do país.

**O dólar mantém a sua força e petróleo recua.** O aumento dos receios entre os investidores e a sua preferência por ativos mais seguros fizeram com que o dólar norte-americano valorizasse face às principais moedas – de forma especial face ao yuan chinês – num movimento que contrasta com a ligeira tendência de desvalorização do dólar observada nos meses anteriores. O caso particular foi dado pelo iene japonês, que no seu papel de ativo de refúgio perante as turbulências financeiras valorizou face ao dólar, enquanto a libra esterlina se debilitou por causa do aumento da incerteza sobre o futuro do Governo britânico e do *Brexit*. Nos mercados de matérias-primas, o preço dos metais industriais, altamente correlacionado com o ciclo económico, caiu para níveis de há dois anos devido a receios sobre os efeitos que a disputa comercial poderá exercer no crescimento global. Por sua vez, o preço do barril de Brent demonstrou uma maior volatilidade do que nos meses anteriores, ao ser influenciado pelo aumento das pressões por parte de fatores de oferta (as sanções impostas pelos EUA ao Irão, as tensões no Médio Oriente e a expectativa de que a OPEP possa aumentar os cortes na produção na sua reunião de 25 e 26 de junho) e pelas menores pressões sobre a procura (relacionadas com o pessimismo dos investidores em maio), que acabaram por se impor e arrastar o preço do barril de Brent para 65 dólares no final do mês.

**Enquanto aguardam pelas reuniões de junho, os bancos centrais reafirmam as mensagens de paciência.** Confrontados com as turbulências financeiras do mês, os membros dos principais bancos centrais (que não tiveram reuniões de política monetária em maio) continuaram a afirmar, através de diversas comunicações públicas, a intenção de não apertar a política monetária nos próximos meses. Neste sentido, como refletem as atas das últimas reuniões do BCE (10 de abril) e da Fed (1 de maio), os principais bancos centrais continuam a mostrar prudência face à presença de riscos negativos, embora possuam uma visão positiva em relação ao cenário económico a médio prazo. Por outro lado, ambas as instituições concordaram em salientar que as pressões inflacionistas continuam a ser moderadas, apoiando a atitude paciente para os próximos meses. No entanto, outros membros da Fed defenderam que os fatores que afetaram negativamente a taxa de inflação norte-americana são de carácter temporário e vão desaparecer nos próximos meses, enquanto na Europa os membros do BCE afirmaram que os sinais de maior dinamismo salarial reforçam a confiança na recuperação da taxa de inflação a médio prazo.

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

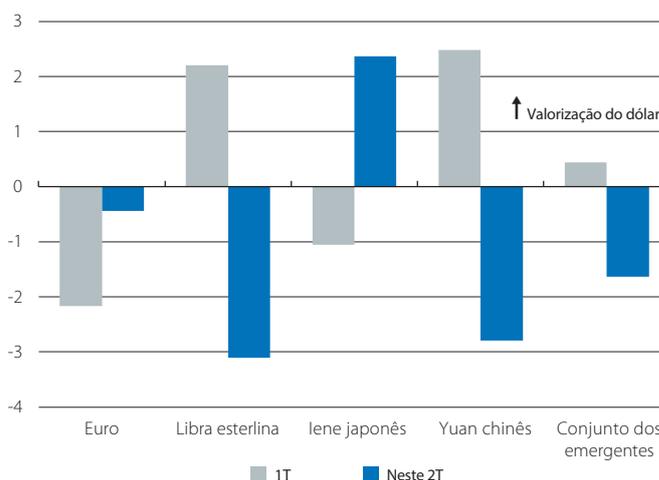
(p.b.)



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

## Moedas internacionais face ao dólar

Variação (%)



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

## Preços das matérias-primas

Dólares por barril

Índice (100 = janeiro de 2015)



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

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

- Enquanto a dívida das famílias se encontra numa situação relativamente confortável, ocorreram vulnerabilidades financeiras na dívida das empresas.
- Especificamente, mostramos como os investidores possuem agora nos seus balanços dívidas de empresas com um perfil de risco mais elevado e como estão ligeiramente menos protegidos.

A atual fase de expansão dos EUA está a caminho de ser a mais longa da história e, até agora, tem decorrido sem grandes sobressaltos. No entanto, nos últimos anos têm-se vindo a desenrolar alguns desequilíbrios financeiros, especialmente no setor empresarial, que poderiam desestabilizar o conjunto da economia para um cenário macroeconómico adverso.<sup>1</sup> Analisaremos a seguir esta situação mais pormenorizadamente.

### Os riscos estão concentrados na dívida das empresas

Nos últimos anos, a dívida das empresas não financeiras aumentou fortemente, até se situar em níveis semelhantes aos de 2007. Em parte, este aumento baseou-se no crescimento dos lucros das empresas, favorecido pelos ventos favoráveis da expansão económica global e por um contexto de taxas de juro baixas, o que faz com que o custo da dívida seja mais suportável. Neste sentido, algumas instituições – como o FMI – garantem que os balanços das empresas estão, de forma geral, em bom estado. No entanto, esta visão global positiva coexiste com alguns sinais que sugerem a deterioração na qualidade da dívida das empresas e uma maior tomada de risco nalguns segmentos de mercado. Particular destaque para o endividamento das empresas com pior perfil de crédito, diminuição da utilização de cláusulas que protegem o mutuante e aumento da dívida emitida por empresas altamente endividadas.

A evidência do aumento da dívida das empresas com pior perfil de crédito é grande. Por exemplo, a dívida com uma nota de crédito de BBB está atualmente em patamares históricos (ver o primeiro gráfico).<sup>2</sup> Isto é especialmente relevante dado que normalmente quando a economia entra em recessão, grande parte desta dívida sofre uma deterioração da classificação de risco de crédito, terminando em nível especulativo. Isto obriga muitos dos seus detentores – tais como fundos de investimento ou companhias de seguros – a vendê-la, pois por razões de regulação existe um limite máximo de ativos com nível especulativo que podem manter em carteira.<sup>3</sup>

1. Para uma visão panorâmica do estado do ciclo do crédito dos EUA ver «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?» na IM04/2019.

2. A nota de crédito BBB é a mais baixa dentro do nível de investimento, no qual estão as empresas com maior solvência. Os ativos com uma nota de crédito inferior a BBB possuem uma classificação de «nível especulativo».

3. Ver Ellul, A., Jotikasthira, C. e Lundblad, C. T. (2011). «Regulatory Pressure and Fire Sales in the Corporate Bond Market» *Journal of Financial Economics*, 101(3), 596-620.

### EUA: dívida das empresas com classificação BBB



Nota: Dentro da categoria BBB está incluída a dívida com rating BBB+, BBB e BBB-.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI.

Também existem indicações de que os investidores estão menos protegidos contra o risco. Normalmente, quando uma empresa emite títulos, os mutuantes estão protegidos por várias cláusulas (como por exemplo a obrigação do emissor manter os índices de endividamento abaixo de um determinado limite ou limitar as utilizações que podem dar à dívida emitida). No entanto, tal como sugerem a OCDE e o FMI, a utilização destas cláusulas tem-se vindo a reduzir desde 2002, especialmente nos ativos que possuem maior risco (como por exemplo a dívida das empresas com a categoria de «nível especulativo»).

Finalmente, é particularmente preocupante a crescente acumulação de dívida por parte das empresas que já estão altamente endividadas (conhecida como *leveraged loans*), dado que acentua a probabilidade de incumprimento. Em particular, de acordo com dados do FMI, a dívida acumulada por estas empresas duplicou entre 2007 e 2018, de 0,6 bilhões de dólares para 1,2 bilhões. Além disso, os *leveraged loans* são geralmente colocados num *pack* para criar novos ativos (os denominados *collateralized loan obligations* ou CLO, em inglês), posteriormente vendidos no mercado secundário. Este processo de titularização dos

4. Segundo o índice elaborado pela OCDE, que mede a utilização de cláusulas que protegem o mutuante, a diferença da sua utilização entre as empresas em nível especulativo e em nível de investimento reduziu para metade nos últimos 15 anos. Ver Çelik, S., Demirtas, G. e Isaksson, M. (2019). «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Markets Series, Paris.

*leveraged loans* pode ser uma reminiscência da titularização de empréstimos hipotecários que esteve no centro da crise financeira de 2008, fazendo com que o mutuante possua menos incentivos para efetuar uma análise exaustiva da solvência do crédito da empresa que emite originalmente dívida. Entretanto, várias análises como as elaboradas pela Fed indicam que a estrutura financeira dos CLO é mais robusta e que não são uma fonte significativa de risco sistémico (de facto, o mercado dos CLO resistiu razoavelmente à turbulência de 2008).<sup>5</sup>

### A dívida das famílias não é uma fonte de risco sistémico

No conjunto, o endividamento familiar é uma fonte de risco menos preocupante do que no passado. Vários fatores contribuem para esta visão: por um lado, as famílias endividaram-se significativamente em relação aos níveis da crise financeira. Pelo outro, a qualidade da dívida hipotecária – principal componente da dívida das famílias – melhorou, sendo que são concedidas novas hipotecas às famílias com um perfil *a priori* mais solvente (ver o terceiro gráfico) Enquanto entre 2004 e 2007, a percentagem média de novas hipotecas concedidas às famílias com um *credit score*<sup>6</sup> baixo ou muito baixo foi de 23%, no 1T 2019 representavam apenas 10%. Além disso, a concessão de hipotecas para famílias com um *credit score* maior é atualmente de 56%, em comparação com os 25% registados nos anos anteriores à crise financeira.

As fontes de risco na dívida familiar encontram-se em componentes que possuem um peso relativamente pequeno no endividamento das famílias, como por exemplo nos empréstimos para estudos. Os empréstimos duplicaram desde 2009, representando 11% da dívida das famílias, e possuem a maior taxa de incumprimento de todos os tipos de dívida das famílias (10,9% no 1T 2019). No entanto, devido ao seu tamanho relativamente pequeno e por estarem garantidos pelo Departamento de Educação dos EUA, não representam riscos para a estabilidade financeira ou um entrave para o crescimento económico: existem várias opiniões que alertam para o facto de que os elevados níveis de dívida que os novos licenciados que entram no mercado de trabalho possuem são um travão para o consumo e para o acesso à habitação por parte dos jovens.<sup>7</sup>

Em suma, as vulnerabilidades da dívida privada encontram-se principalmente no setor empresarial e refletem, principalmente, uma deterioração na qualidade da dívida

5. Ver Kaplan, R. (2019). «Corporate Debt as a Potential Amplifier in a Slowdown». E a Fed (2019). «Vulnerabilities Associated with Elevated Business Debt», Financial Stability Report de abril.

6. O *credit score* é um indicador que mede a capacidade de pagamento dos indivíduos nos EUA.

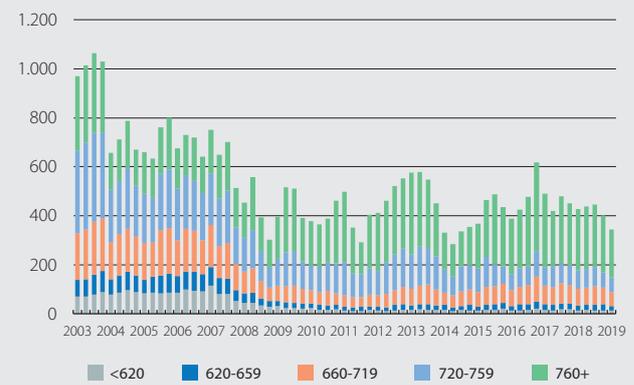
7. Dudley, W. C. (2017), «Opening Remarks at the Economic Press Briefing on Household Borrowing, Student Debt Trends and Homeownership». Reserva Federal de Nova Iorque.

### EUA: índice de proteção através de cláusulas nos contratos para empresas não financeiras (%)



Fonte: Çelik, S. et al. (2019) «Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy», OECD Capital Market Series, Paris.

### EUA: nova concessão de empréstimos hipotecários de acordo com o credit score (Milhares de milhões de dólares)



Nota: Valores baixos do *credit score* sugerem uma menor capacidade de pagamento da dívida. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Nova Iorque.

e uma maior tomada de riscos. Com perspetivas económicas razoavelmente positivas, os EUA podem evitar que estas vulnerabilidades condicionem o cenário. No entanto, existe o receio de que se as perspetivas se deteriorarem para além do previsto, estas vulnerabilidades poderão desestabilizar o conjunto da economia. Quais seriam as consequências num cenário mais adverso? Saberemos brevemente no próximo artigo da série «O ciclo do crédito nos EUA: até que ponto nos deve preocupar?».

**Taxas de juro (%)**

	31-maio	30-abril	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	-0,32	-0,31	-1	-1,3	-0,1
Euribor 12 meses	-0,17	-0,11	-5	-5,1	1,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,62	-0,53	-9	-4,7	2,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,58	-8	-4,9	-3,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,20	0,01	-22	-44,4	-58,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,72	1,00	-29	-70,1	-72,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,81	1,12	-31	-91,2	-107,0
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Libor 3 meses	2,50	2,58	-7	-30,5	18,5
Libor 12 meses	2,51	2,72	-21	-49,5	-21,4
Dívida pública a 1 ano	2,20	2,37	-17	-39,6	-5,7
Dívida pública a 2 anos	1,92	2,27	-34	-56,6	-55,0
Dívida pública a 10 anos	2,12	2,50	-38	-56,0	-77,8

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

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	71	58	13	-17,4	3,4
Itraxx Financeiro Sénior	92	69	23	-16,7	12,8
Itraxx Financeiro Subordinado	187	141	46	-41,2	17,0

**Taxas de câmbio**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,117	1,122	-0,4	-2,6	-4,2
EUR/JPY (ienes por euro)	120,960	125,020	-3,2	-3,9	-5,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,884	0,860	2,8	-1,6	1,2
USD/JPY (ienes por dólar)	108,290	111,420	-2,8	-1,3	-1,1

**Matérias-primas**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	416,0	422,1	-1,5	1,7	-6,7
Brent (\$/barril)	64,5	72,8	-11,4	19,9	-16,0
Ouro (\$/onça)	1.305,5	1.283,6	1,7	1,8	0,9

**Rendimento variável**

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.752,1	2.945,8	-6,6	9,8	0,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.280,4	3.514,6	-6,7	9,3	-5,0
Ibex 35 (Espanha)	9.004,2	9.570,6	-5,9	5,4	-6,5
PSI 20 (Portugal)	5.044,0	5.390,6	-6,4	6,6	-8,6
Nikkei 225 (Japão)	20.601,2	22.258,7	-7,4	2,9	-7,1
MSCI emergentes	998,0	1.079,2	-7,5	3,3	-11,7

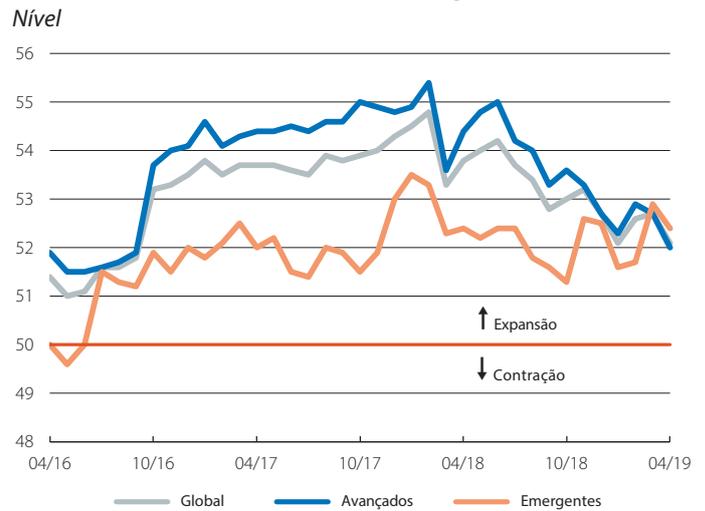
## A expansão global continua num contexto de incerteza

A economia mundial evolui a um ritmo mais lento. Esta situação reflete-se em indicadores como o índice de sentimento (PMI) compósito global, que há meses se mantém ligeiramente acima dos 52 pontos (52,1 pontos em abril), um valor inferior à média de 53,6 pontos de 2018, mas que possui uma margem confortável em relação aos 50 pontos que delimitam a zona de expansão da de contração. Assim, os indicadores consolidam o cenário macroeconómico do BPI Research, que prevê uma ligeira desaceleração do crescimento global de 3,6% em 2018 para 3,3% em 2019. Parte desta moderação resulta de perturbações temporárias nalgumas economias mais importantes (especialmente na Zona Euro), pelo que o ritmo da atividade económica poderia mostrar uma melhor tendência à medida que o ano avança. No entanto, como poderemos depreender nos seguintes parágrafos que relatam a conjuntura deste mês, estamos a viver um contexto exigente no qual prevalecem importantes fontes de incerteza.

**Complicam-se as negociações comerciais entre os EUA e a China.** Em particular, quando tudo fazia prever que os EUA e a China estavam perto de fechar um acordo que visava o fim do seu conflito comercial, as tensões entre as duas potências voltaram a intensificar em maio. Por um lado, com o anúncio por parte dos EUA de um aumento de 10 para 25% nas taxas aduaneiras sobre 200.000 milhões de dólares de importações chinesas, após o qual a China respondeu com taxas aduaneiras sobre 60.000 milhões de dólares de importações norte-americanas. Além disso, Trump também ameaçou impor um novo ciclo de taxas aduaneiras (de 25%) a mais 300.000 milhões de dólares de importações da China, cobrindo o valor total dos produtos chineses importados anualmente pelos EUA (ver o segundo gráfico). Por outro lado, o aumento das tensões transcendeu o âmbito das taxas aduaneiras, após os EUA terem adicionado a Huawei à lista de empresas que precisam de «autorização» governamental para a aquisição de componentes e tecnologia dos EUA. Sem dúvida, estes elementos pressionam a China para poder levar a cabo algumas das exigências dos EUA em termos de transferência de tecnologia e propriedade intelectual antes de alcançar um pacto comercial – que hoje em dia parece pouco provável que aconteça a muito curto prazo. No entanto, destaque também para o risco de que as tensões entre os dois países prossigam durante um período mais longo do que seria de esperar inicialmente. Por sua vez, os EUA adiaram até ao fim do ano a decisão de aplicar taxas aduaneiras ao setor automóvel, que neste caso iriam afetar especialmente a Europa.

**A incerteza política na Europa repercute-se de várias formas.** Por um lado, apesar das eleições para o Parlamento Europeu terem resultado num maior peso das formações eurocéticas, o apoio a estes partidos foi inferior ao indicado pelas projeções, pelo que a sua força parlamentar não atingiu um valor significativo de forma a que estas formações possam condicionar materialmente o curso político-institucional da UE. Por sua vez, no Reino Unido a primeira-ministra Theresa May anunciou a sua demissão, com efeitos a partir de 7 de junho. Após a sua demissão, irá começar a disputa pela liderança do Partido Conservador, que se poderá estender durante o verão. Esta situa-

### Indicadores de atividade: PMI compósito



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

### Exportações de bens norte-americanos para a China

120.000 milhões de dólares



#### Taxas aduaneiras da China às importações dos EUA

**Aplicadas**  
25% a 50.000 milhões de dólares  
13% (em média) a 60.000 milhões de dólares

### Exportações de bens chineses para os EUA

540.000 milhões de dólares



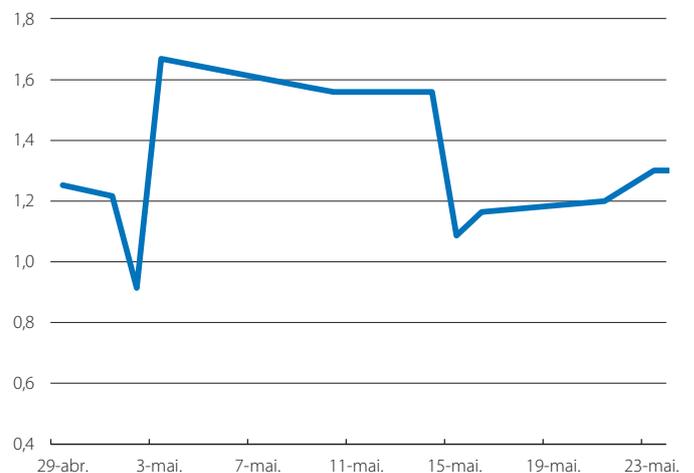
#### Taxas aduaneiras dos EUA às importações da China

**Aplicadas**  
25% a 250.000 milhões de dólares  
**Ameaça**  
? a 300.000 milhões de dólares

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Foreign Trade (dados de 2018).

### EUA: estimativa do PIB no 2T

Variação em cadeia anualizada (%)



Fonte: BPI Research, a partir do modelo de Nowcasting da Fed de Atlanta.

ção junta-se às dificuldades existentes para chegar a acordo sobre uma estratégia de consenso sobre o *Brexit* na Câmara dos Comuns antes da nova data limite de 31 de outubro.

## ESTADOS UNIDOS

**Os indicadores sugerem um menor ritmo de crescimento no 2T.** De forma particular, os modelos de previsão Nowcasting do PIB das várias reservas federais situam o crescimento para o 2T no intervalo entre 1,0% e 1,5% (em cadeia anualizados). Isto confirma que, para além da surpresa registada no 1T (3,1% em cadeia anualizado, suportado em fatores de curta duração, como são o caso dos inventários), a economia americana está a caminhar para um abrandamento gradual do ritmo de crescimento devido à própria maturidade do ciclo e ao desaparecimento do estímulo fiscal. No entanto, a um mês do fecho do trimestre, ainda é cedo para avaliar com precisão a dimensão da desaceleração. De facto, alguns indicadores de atividade que foram divulgados ao longo do mês surpreenderam positivamente, tais como os índices industriais de maio elaborados pelas Fed de Nova Iorque e de Filadélfia, que aumentaram consideravelmente. Da mesma forma, o índice de confiança do consumidor elaborado pelo Conference Board subiu para 134,1 pontos em maio (129,2 em abril), bem acima das expectativas e da média de 2018 (130,1). Finalmente, em termos de trabalho foram criados 263.000 postos de trabalho em abril, um valor elevado tendo em conta o contexto de pleno emprego. Além disso, a taxa de desemprego desceu para o seu nível mais baixo em 50 anos (3,6%) e os salários aumentaram 3,2% em termos homólogos.

**As pressões inflacionárias permanecem contidas e reforçam a estratégia paciente da Fed.** Em particular, a taxa de inflação dos EUA recuperou ligeiramente em abril, tendo-se situado em 2,0% (1 décima superior ao registo do mês anterior) afetada em certa medida pelo preço dos combustíveis. Por sua vez, a taxa de inflação subjacente também aumentou ligeiramente para 2,1% (2,0% em março). Para os próximos meses esperamos que a inflação subjacente permaneça nos níveis atuais, em linha com o objetivo da Fed.

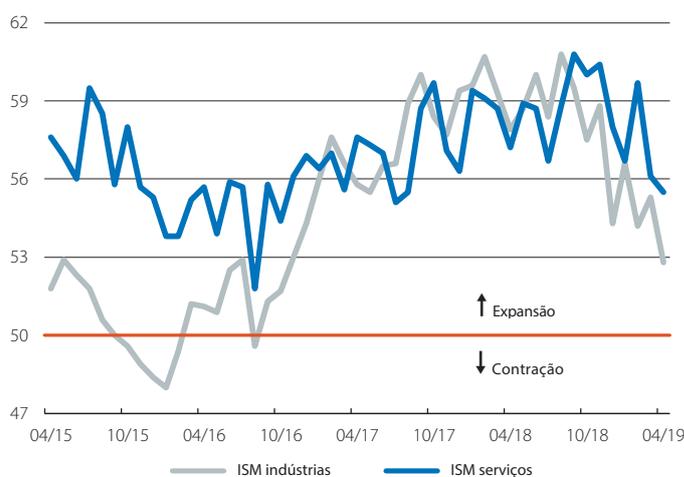
## EUROPA

**A expansão continua a um ritmo moderado.** Apesar de ter evoluído acima das expectativas no 1T (0,4% em cadeia e 1,2% homólogo), o crescimento na Zona Euro vai permanecer em níveis contidos (ligeiramente acima de 1,0% homólogo), dentro de um contexto de desaceleração da atividade global que está a afetar especialmente o comércio e as indústrias. Isto reflete-se na última atualização do cenário económico da Comissão Europeia. Em particular, a instituição durante a sua atualização das previsões para a primavera, reduziu em 1 décima a sua previsão de crescimento para a Zona Euro: em 2019 para 1,2%, e em 2020 para 1,5% (números muito semelhantes às previsões do BPI Research). Apesar desta revisão, e tal como refere a Comissão, o ritmo de atividade poderá recuperar ligeiramente a partir do segundo semestre do ano, para valores mais de acordo com o potencial (1,4% homólogo), à medida que atenuam as perturbações temporárias, tais como a lenta adaptação do setor automóvel à nova normativa e os focos de incerteza política.

**A Alemanha e o Reino Unido surpreenderam positivamente no 1T.** A atividade na Alemanha recuperou da queda registada no segundo semestre de 2018 (-0,2% no 3T 2018 e 0,0% no 4T

### EUA: indicadores de atividade

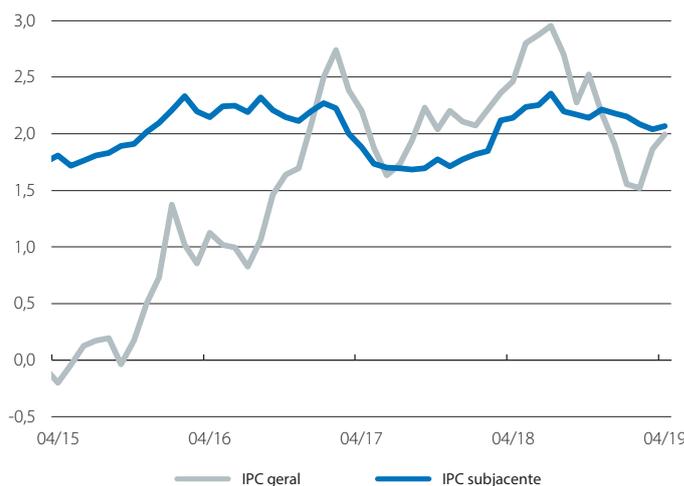
Nível



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

### EUA: IPC

Variação homóloga (%)



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

### Previsões do PIB da Comissão Europeia

Variação anual (%)

	Previsão		Variação em relação à previsão do inverno de 2019	
	2019	2020	2019	2020
Zona Euro	1,2	1,5	▼ -0,1	▼ -0,1
Alemanha	0,5	1,5	▼ -0,6	▼ -0,2
França	1,3	1,5	=	=
Itália	0,1	0,7	▼ -0,1	▼ -0,1
Espanha	2,1	1,9	=	=
Portugal	1,7	1,7	=	=
Reino Unido	1,3	1,3	=	=

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia (European Economic Forecast, primavera de 2019).

2018) tendo crescido 0,4% em cadeia (0,7% homólogo) graças ao bom desempenho da procura interna. Por sua vez, o crescimento do PIB no Reino Unido subiu para 0,5% em cadeia (0,2% no 4T 2018), apesar da elevada incerteza vivida em torno do *Brexit* durante o 1T.

**Os indicadores de atividade evoluem de forma ambígua.** Pela negativa, o índice PMI composto para a Zona Euro manteve-se praticamente estável em maio (51,6 pontos), bem abaixo da média de 2018 (54,5 pontos), mas ainda em zona de expansão (acima dos 50 pontos). Da mesma forma, a desagregação por setores mostrou que o PMI das indústrias permaneceu em zona de contração (47,8 pontos), reflexo de que as perturbações que afetam os setores externo e industrial ainda não desapareceram. Em termos positivos, o índice de sentimento económico (ESI) elaborado pela Comissão Europeia subiu para 105,1 pontos, após 12 meses em queda. Na mesma linha, a confiança dos consumidores no conjunto da Zona Euro também recuperou em maio, atingindo -6,5 pontos (-7,0 pontos no 1T). De forma geral, o painel de avaliação sugere que a atividade económica irá manter um ritmo evolutivo moderado durante o 2T.

## RESTO DO MUNDO

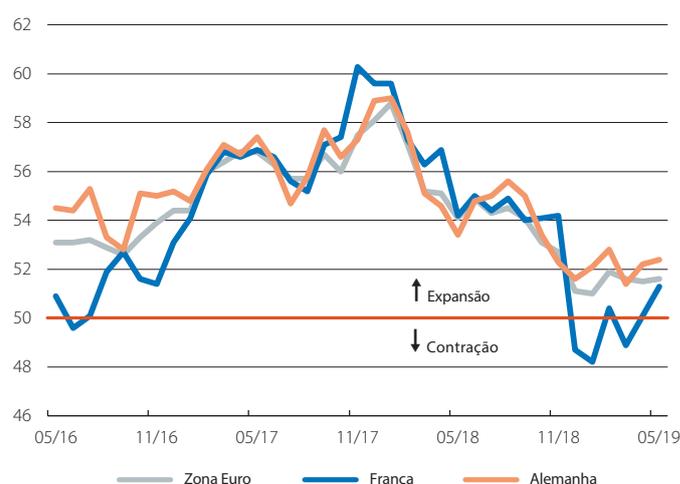
**China: indicadores de atividade abaixo das expectativas.** De forma particular, em abril a produção industrial diminuiu o seu ritmo evolutivo para 5,4% (8,5% em março), enquanto as vendas a retalho também apresentaram uma tendência semelhante, com um crescimento homólogo de 7,2% (8,7% em março). Por sua vez, as exportações chinesas caíram 2,7% em termos homólogos (+13,8% em março), um registo pior do que o previsto e bastante inferior à média dos últimos 12 meses (5,9%). Estes números sugerem que o estímulo fiscal implementado no 1T está a ter uma duração limitada e que, na ausência de novas medidas de estímulo, a economia da China vai continuar a desacelerar nos próximos trimestres.

**O Japão volta a surpreender.** O PIB japonês evoluiu solidamente no 1T, com um crescimento de 0,5% em cadeia (0,8% homólogo), superior aos 0,4% do 4T. No entanto, apesar desta evolução ter superado as previsões da maior parte dos analistas, a decomposição por componentes mostrou que o crescimento foi suportado por fatores de duração limitada (inventários), enquanto o consumo privado (-0,1%) e os investimentos não residenciais (-0,3%), alicerces da procura interna, mostraram debilidade.

**Entre os países emergentes, o México e a Rússia perdem força.** Por um lado, o México surpreendeu negativamente no 1T, com uma contração em cadeia do PIB de -0,2% (evolução de 1,2% em termos homólogos). Embora parte desta debilidade seja atribuída a perturbações no setor industrial, a evolução dos indicadores mais recentes sugere um ritmo de atividade mais contido do que o previsto há alguns meses. Da mesma forma, o PIB do Brasil também contraiu durante o 1T (-0,2% em cadeia, situando-se em terreno negativo pela primeira vez desde 2016). Por sua vez, a economia russa cresceu 0,5% homólogo, bastante abaixo do trimestre anterior (2,7%), em parte devido ao efeito negativo motivado pelo aumento do IVA no início do ano. Este número confirma a desaceleração prevista para 2019, com a persistência da incerteza geopolítica (com a ameaça de novas sanções internacionais), e o regresso a taxas de crescimento mais de acordo com o potencial do país.

## Indicadores de atividade: PMI composto

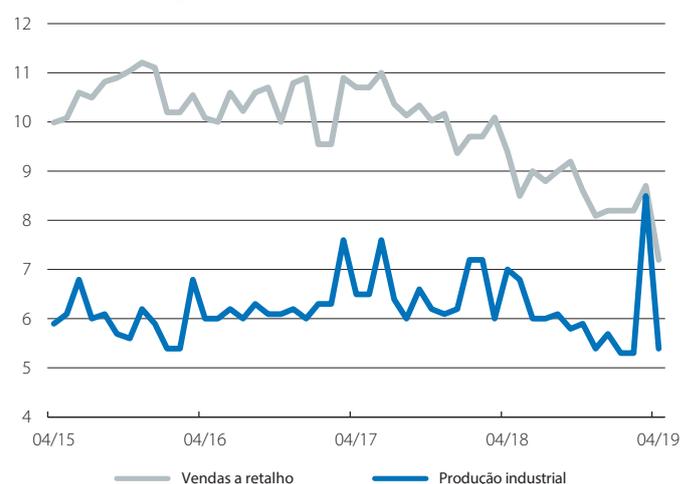
Nível



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

## China: indicadores de atividade

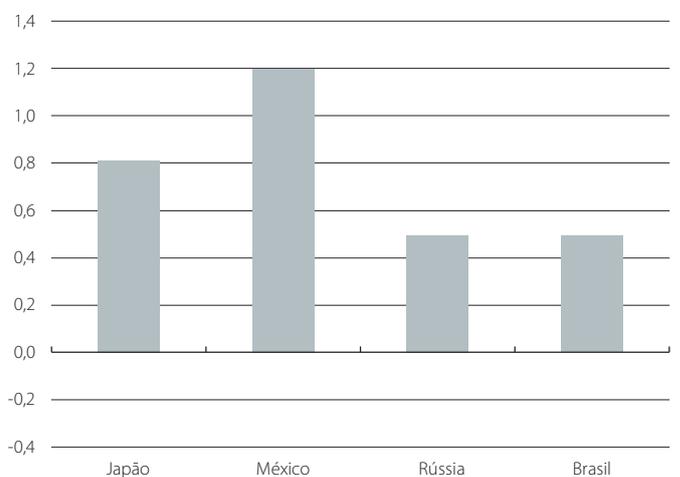
Variação homóloga (%)



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

## PIB do 1T 2019: outras economias

Variação homóloga (%)



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

## Anatomia da desaceleração da Zona Euro: lições do segundo semestre de 2018

- A economia europeia desacelerou significativamente no segundo semestre de 2018. Neste artigo analisamos em termos quantitativos o peso dos três fatores que estão por detrás desta desaceleração: o menor consumo de carros, a desaceleração comercial e a incerteza política.
- Estimamos que estes três fatores explicam a quase totalidade da desaceleração europeia. 40% da desaceleração é explicada pelo menor consumo de veículos: pouco mais de um terço devido à desaceleração comercial e um quinto por causa da incerteza política.

### Quais são as razões para esta desaceleração?

O segundo semestre de 2018 foi um autêntico balde de água fria para a economia da Zona Euro. Após ter crescido a um ritmo em cadeia razoável de 0,4% na primeira metade do ano, o crescimento caiu para níveis entre 0,1%-0,2%, no segundo semestre. Neste artigo vamos analisar os diversos fatores que provocaram esta desaceleração. Este exercício ganha uma importância especial após a surpresa positiva do 1T (crescimento de 0,4% em cadeia, mais 2 décimas do que o previsto): foi uma surpresa temporária ou o que observámos no segundo semestre de 2018 foi apenas uma depressão e a economia vai voltar a recuperar forças de forma sustentada? Neste sentido, estudámos pormenorizadamente o papel de três fatores que estiveram por trás da desaceleração: a queda nas vendas de automóveis (enquadrada nas dificuldades do setor automóvel e num pior desempenho do setor industrial europeu), o abrandamento do comércio e a incerteza internacional e política.

Especificamente, analisamos qual foi o comportamento que esperávamos em condições normais para estes três fatores no segundo semestre de 2018, comparando-o com os dados que observámos finalmente. A partir daqui é relativamente fácil estimar o impacto no PIB provocado pelos «desvios» destes fatores.

Começamos pelas vendas de automóveis na Zona Euro, afetadas pela incerteza regulamentar causada pelo novo protocolo para as emissões poluentes dos veículos que entrou em vigor a 1 de setembro de 2018 em toda a UE. Estimamos que o crescimento no número de novos veículos registados na Zona Euro surpreendeu negativamente em 4,3 p. p., traduzindo-se num impacto negativo no crescimento em cadeia do PIB de 0,10 p. p.<sup>1</sup>

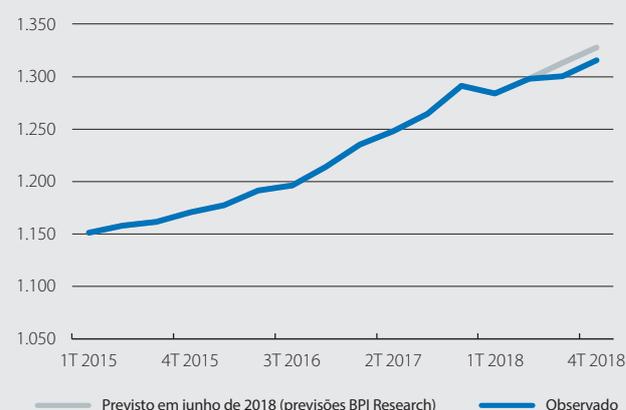
No que respeita à desaceleração do comércio internacional, num contexto caracterizado pelas tensões protecionistas, o crescimento das exportações surpreendeu negativamente em 0,4 p. p., reduzindo o crescimento do PIB no segundo semestre do ano em 0,09 p. p. (a estimativa

1. Comparamos o crescimento observado com o previsto por um modelo AR(1) de acordo com evidências históricas. Posteriormente multiplicámos o desvio obtido pelo peso do consumo de carros no consumo total das famílias europeias (4%) e, finalmente, para estimar o impacto no crescimento, ponderámos que o consumo privado representa pouco mais da metade do PIB da Zona Euro.

2. Há um ano prevíamos no BPI Research que o crescimento em cadeia das exportações no 3T e 4T 2018 seria de 1,2% e 1,1%, respetivamente, mas observámos 0,2% e 1,2%. Multiplicámos o desvio do crescimento das exportações pelo seu peso no PIB da Zona Euro (28%), subtraindo o conteúdo importado das exportações (25,7% segundo a OCDE).

### Zona Euro: exportações

(Milhares de milhões de euros)



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

abrange o conteúdo importado das exportações).<sup>2</sup> É claro que uma parte da desaceleração das exportações se deve às menores exportações de veículos (estimamos um pouco menos de metade), afetadas pelos ajustamentos na produção por causa da adaptação às novas regulamentações e à menor força da procura global.

Finalmente, a incerteza política, afetada a nível mundial pelas tensões geopolíticas e comerciais e a nível interno pelas tensões entre o novo executivo italiano e Bruxelas e pelo *Brexit*, também desempenhou um papel relevante. Em particular, comparámos a evolução observada do índice de incerteza política na Europa dos académicos americanos Baker, Bloom e Davis com a evolução esperada a partir da sua evolução histórica. A surpresa foi de mais 52 pontos no índice de incerteza, uma dimensão nada desprezível (ver o segundo gráfico) se considerarmos que 80% das observações centrais andam em torno de um intervalo de 154 pontos. Assim, estimamos que este fator afetou negativamente o crescimento em 0,05 p. p.<sup>3</sup>

Se unirmos todos os resultados (ver o terceiro gráfico), obtemos que os três fatores somados reduziram em 0,24 p. p. o crescimento médio em cadeia da Zona Euro no segundo semestre de 2018, um valor que iguala praticamente a desaceleração total observada. Especificamente,

3. Especificamente, comparamos os valores observados do índice com os previstos por um modelo AR(1). A seguir, fizemos uma regressão do crescimento do PIB no índice e elaborámos uma previsão do crescimento do PIB no segundo semestre do ano com os valores observados e os obtidos com o modelo AR(1).

40% da desaceleração é explicada pela queda nas vendas de veículos: pouco mais de um terço devido à desaceleração comercial e um quinto por causa da incerteza política.

Para além desta decomposição, outra forma de caracterizar a desaceleração na Zona Euro é através de saber se se deve a fatores de oferta (ou seja, fatores que restringem a capacidade ou o potencial de produção da economia, tais como o surgimento de restrições) ou de procura (como por exemplo a disposição para consumir por parte das famílias), uma distinção que também nos proporciona informação sobre de que forma a moderação do crescimento pode ser persistente. Neste sentido, um estudo quantitativo detalhado do BCE<sup>4</sup> focado na atividade industrial estima que a desaceleração deveu-se principalmente à pouca procura, embora seja verdade que as restrições da oferta também tiveram a sua influência, embora com um protagonismo claramente menor (ver o quarto gráfico).<sup>5</sup>

### Lições para o presente e o futuro

O exercício «anatômico» efetuado fornece algumas pistas sobre as perspetivas económicas da Zona Euro em 2019. Em relação aos ajustamentos observados no setor automóvel, espera-se que à medida que os fabricantes de veículos se adaptarem totalmente às regulamentações europeias de 2018 e os consumidores europeus souberem melhor que decisões tomar, as vendas de veículos irão normalizar. De facto, isto já é possível observar nos dados do primeiro trimestre: o número de veículos registados aumentou 7,0% em cadeia após a queda de 11,0% no 4T 2018. No entanto, é provável que a incerteza regulamentar continue a afetar o sector: a UE está a preparar novas normas de emissão mais rigorosas que devem ser cumpridas até 2021, e está prevista a introdução de restrições à circulação de veículos em mais cidades europeias.

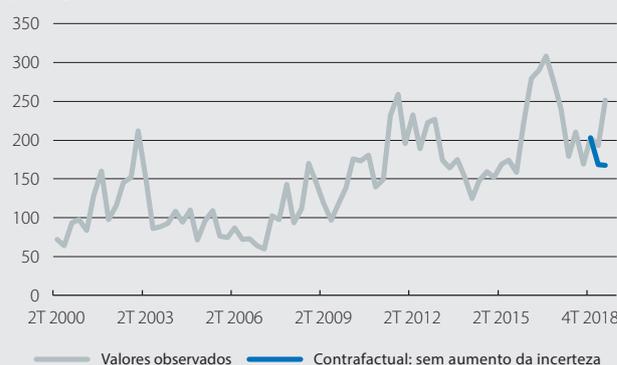
Relativamente à desaceleração comercial, o balanço é misto: por um lado, uma redução nas tensões entre a China e os EUA poderá contribuir para dinamizar os fluxos de comércio, embora haja o risco de que o governo dos EUA acabe por aplicar taxas aduaneiras aos automóveis europeus. Por outro lado, a desaceleração dos principais parceiros comerciais das economias europeias combinadas com uma maior incerteza ao nível do contexto global do comércio (menor confiança, maiores barreiras não aduaneiras e maiores pressões sobre as cadeias globais) implica que o setor externo vai continuar a ter uma contribuição modesta para o crescimento da Zona Euro.

Finalmente, é provável que a incerteza política continue elevada, não sendo de descartar recrudescimentos se ocorrerem surpresas nas eleições europeias, no *Brexit* ou se se reacenderem outros focos de tensão, como é o caso da política fiscal italiana. Contudo, um dado encorajador é que no 1T 2019, um período difícil no qual pairou a ameaça de um *Brexit* caótico, o índice de incerteza política na Europa desceu 24 pontos em comparação com o 4T 2018, principalmente devido às respetivas melhorias em França e Itália.

4. Ver Dossche, M. e Martínez-Martin J. (2018). «Understanding the slowdown in growth in 2018». ECB Economic Bulletin, Issue 8.

5. Outros estudos também chegam à mesma conclusão. Ver, por exemplo, Benito, A. e Vernet, P. (2019). «European Daily: Anatomy of a slowdown». Goldman Sachs Economic Research.

### Europa: índice de incerteza política (Nível)



**Nota:** Índice de incerteza política para a Europa a partir das notícias publicadas em jornais da Alemanha, França, Espanha, Itália e Reino Unido. Os valores do contrafactual são obtidos a partir de um modelo AR (1).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados de Baker, Bloom e Davis (2016).

### Zona Euro: diminuição do crescimento no segundo semestre de 2018

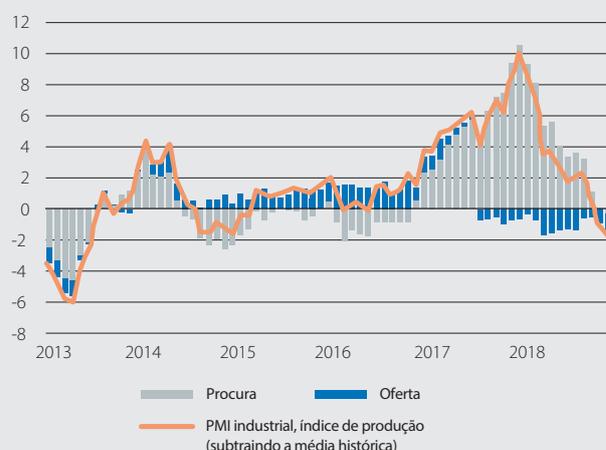
Crescimento em cadeia (média semestral, %)



**Fonte:** BPI Research, a partir de estimativas próprias.

### Zona Euro: decomposição da atividade industrial de acordo com a procura e a oferta

Contribuição (pontos)



**Nota:** Decomposição do PMI industrial a partir de um VAR estrutural com produção e capacidade de utilização que identifica choques de oferta e procura.

**Fonte:** Dossche, M. e Martínez-Martin J. (2018), «Understanding the slowdown in growth in 2018», ECB Economic Bulletin, Issue 8.

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

## ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	2,2	2,9	2,9	3,0	3,0	3,2	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,2	4,6	5,2	5,4	3,5	3,6	3,2	...
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	127,2	132,6	133,6	125,8	129,2	134,1
Produção industrial	2,3	3,9	3,4	5,0	4,0	2,9	0,9	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,8	58,7	59,7	56,9	55,4	52,8	...
Habitacões iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.261	1.234	1.185	1.203	1.235	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	211	212	214	215	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,4	3,9	3,9	3,8	3,8	3,9	3,6	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,4	60,4	60,6	60,7	60,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,4	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	...	...
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	2,7	2,6	2,2	1,6	2,0	...
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	1,9	0,8	1,4	0,1	0,2	0,8	–	...
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	43,7	43,4	42,8	41,3	40,4	39,4
Produção industrial	2,9	1,0	1,3	–0,1	0,5	–1,1	–1,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	21,0	19,0	19,0	12,0	–	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,5	–0,1	0,4	0,1	–0,2	–0,3	–0,5	...
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	0,6	1,1	0,9	0,3	0,9	...
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Atividade</b>								
PIB real	6,8	6,6	6,7	6,5	6,4	6,4	–	...
Vendas a retalho	10,3	9,0	9,0	9,0	8,3	8,5	7,2	...
Produção industrial	6,6	6,2	6,6	6,0	5,7	6,4	5,4	...
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	51,6	51,1	49,9	49,7	50,1	49,4
<b>Setor exterior</b>								
Balança comercial <sup>1</sup>	420	352	377	349	352	382	370	...
Exportações	7,9	9,9	11,5	11,7	4,0	1,3	–2,7	...
Importações	16,3	15,8	20,6	20,4	4,4	–4,7	4,0	...
<b>Preços</b>								
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	1,8	2,3	2,2	1,8	2,5	...
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	6,8	6,6	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7	6,9

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

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

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,5	1,6	1,8	1,2	1,7	2,4	...	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	3,0	0,9	2,2	0,5	-2,0	-0,3	...	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-4,7	-5,1	-6,4	-7,0	-7,3	-6,5
Sentimento económico	110,1	111,2	111,8	110,9	108,8	106,0	103,9	105,1
PMI indústrias	57,4	55,0	55,5	54,3	51,7	49,1	47,9	47,7
PMI serviços	55,6	54,5	54,6	54,4	52,8	52,4	52,8	52,5
<b>Mercado de trabalho</b>								
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	1,5	1,6	1,4	1,4	1,3	-	...
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	9,1	8,2	8,3	8,0	7,9	7,8	...	...
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,8	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	...	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	9,4	9,1	9,1	9,0	8,9	8,8	...	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	11,3	10,6	10,7	10,3	10,6	10,4	...	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	2,5	1,8	2,2	1,6	1,2	1,2	-	...
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	2,5	1,5	2,0	1,2	0,6	0,7	-	...
França ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	1,7	1,7	1,4	1,0	1,0	-	...
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	1,8	0,7	1,0	0,5	0,0	0,1	-	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
Inflação geral	1,5	1,8	1,7	2,1	1,9	1,4	1,7	...
Inflação subjacente	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,4	...

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Balança corrente</b>	3,5	3,2	3,7	3,4	3,2	3,0	...	...
Alemanha	8,0	7,3	8,1	7,5	7,3	7,1	...	...
França	-0,6	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	...	...
Itália	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5	2,7	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	96,5	98,9	98,5	99,2	98,5	97,3	96,7	97,3

Nota: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda.

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

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	04/19	05/19
<b>Financiamento do setor privado</b>								
Crédito a sociedades não financeiras	2,5	3,8	3,7	4,2	4,0	3,6	3,9	...
Crédito às famílias <sup>1,2</sup>	2,6	3,0	2,9	3,1	3,2	3,3	3,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>3</sup> (%)	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> (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
<b>Depósitos</b>								
Depósitos à vista	10,1	7,9	8,0	7,3	7,1	7,0	7,8	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,4	0,5	...
Instrumentos negociáveis	1,4	-4,5	-3,2	-5,6	-3,4	-3,1	-5,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,4	0,3	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.

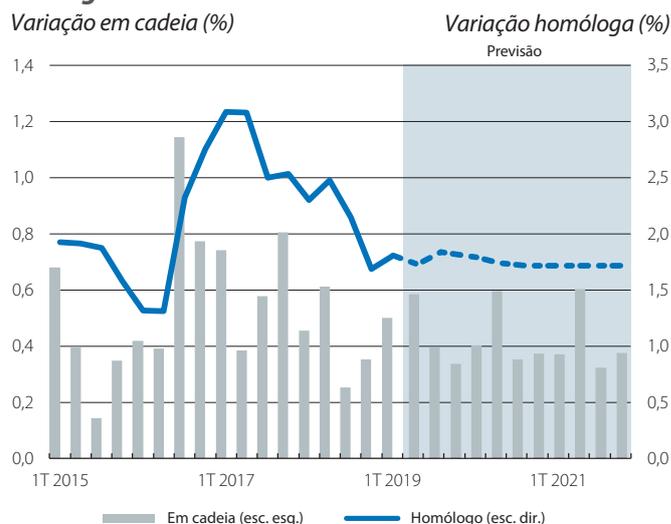
## A economia portuguesa avança com dinamismo

**O crescimento mantém-se sólido.** As estimativas publicadas pelo INE em maio mostram que o PIB português cresceu 0,5% em cadeia e 1,8% homólogo no 1T 2019, em ambos os casos mais 1 décima do que no 4T 2018. Por componentes, a procura interna contribuiu com 4,8 p.p. para o crescimento homólogo, suportado na robustez do investimento (especialmente na construção e bens de equipamento). Pelo contrário, a procura externa registou uma contribuição negativa (-3,1 p.p.) devido ao forte crescimento das importações, muito superior ao das exportações. Esta trajetória está em linha com as expectativas e reforça a previsão do BPI Research para o crescimento do PIB em 2019 (1,8%). No mesmo sentido, na atualização de maio das suas projeções, a OCDE prevê um crescimento de 1,8% do PIB português, suportado pelo consumo privado e pelo investimento. Em relação ao 2T, os indicadores continuam a mostrar uma evolução favorável da economia. Assim, em abril o indicador coincidente de atividade elaborado pelo Banco de Portugal situou-se em 2,0% (1,9% na média do 1T), enquanto o indicador coincidente para o consumo também se situou em 2,0% (valor idêntico ao da média do 1T), sugerindo uma evolução da atividade semelhante à do trimestre anterior. No entanto, em contraste com estas dinâmicas positivas, a deterioração do contexto externo gera preocupações. Conforme detalhamos a seguir, o aumento do défice da balança corrente resulta principalmente da força das importações em termos de investimento, que a médio prazo pode ser positiva para o potencial de crescimento da economia. Contudo, esta deterioração evidencia os riscos negativos relacionados com o setor externo, dado que ocorre num cenário de elevada incerteza geopolítica e de crescimento moderado no conjunto da Zona Euro.

**O saldo da balança corrente continuou a deteriorar-se em março.** Em particular, o défice da balança corrente situou-se em 2.414 milhões de euros (acumulado de 12 meses), equivalente a -1,2% do PIB e em claro contraste com o superavit do 1T 2018 (0,5% do PIB). Em grande parte, esta deterioração (de 1,7 p.p.) reflete a força das importações para investimento, dado que a balança de bens não energéticos (que explica 1,0 p.p. da deterioração) foi afetada pelo forte crescimento das importações de bens de capital. Assim, é de esperar que esta situação não ponha em causa a correção dos desequilíbrios externos a médio prazo, embora possa travar a redução da dívida externa líquida a curto prazo (atualmente em 88,6% do PIB). Por sua vez, a deterioração da balança de rendimentos relacionados com o investimento estrangeiro direto explicou em 0,8 p.p. a pioria do défice, enquanto o aumento da fatura energética subtraiu 0,4 p.p. e a balança dos serviços turísticos manteve-se em terreno positivo (+0,2 p.p.).

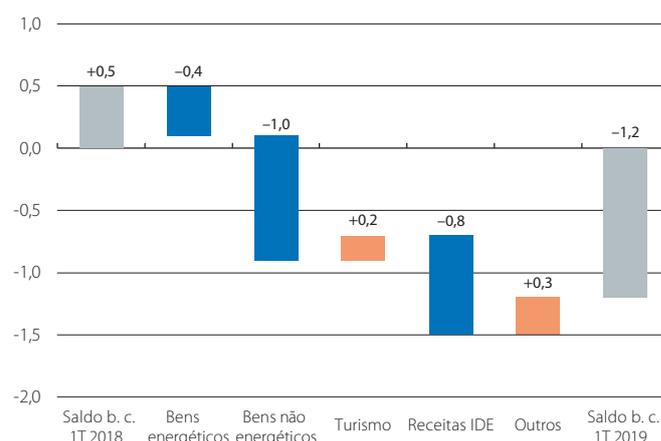
**A atividade turística mantém a dinâmica positiva no 1T.** No primeiro trimestre do ano foram registados 4,4 milhões de

### Portugal: PIB



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

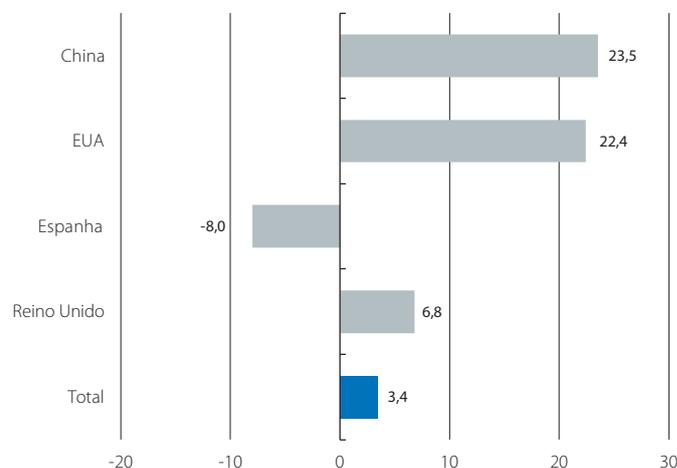
### Portugal: deterioração da balança corrente (p.p. do PIB)



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

### Portugal: entrada de turistas por origem

Variação homóloga (acumulado de janeiro a março de 2019, %)



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

novos hóspedes em estabelecimentos turísticos (+4,0% em relação ao 1T 2018). Destes, cerca de 2,5 milhões eram não residentes, um aumento homólogo de 3,4%. Os turistas oriundos do Reino Unido registaram um aumento homólogo de 6,8% no 1T (-4,5% em 2018), tendo os dos EUA e da China registado taxas de crescimento homólogo de 22,4% e 23,5%, respetivamente. Por outro lado, no 1T as receitas dos estabelecimentos de alojamento turístico desceram para 4,9% (7,3% em 2018), com uma estabilização da receita média por quarto.

**O bom desempenho do mercado de trabalho apoia a procura interna.** No 1T, a taxa de desemprego situou-se em 6,8%, menos 1,1 p.p. em relação ao dado do 1T 2018, enquanto o número de empregados atingiu as 4.880.200 pessoas, um valor que representa um aumento homólogo de 1,5%. Esta evolução do ritmo de criação de emprego, embora favorável, revela uma certa desaceleração face ao registo de 2018 (com um crescimento homólogo médio de 2,3%), uma situação previsível à medida que a economia entra numa fase mais madura do ciclo. Por sua vez, e como resultado do desempenho positivo do mercado de trabalho e do aumento do salário mínimo de 580 para 600 euros no início de 2019, a remuneração bruta mensal média por trabalhador aumentou 3,1% no 1T.

**O saldo orçamental continua a melhorar.** Especificamente, no acumulado até abril, o saldo situou-se em -1,8% do PIB (-1.259 milhões de euros), representando uma clara melhoria em relação aos -3,0% de abril de 2018. Este dado foi suportado por um aumento sólido das receitas (4,5% homólogo), muito superior ao das despesas (1,1%). Destaque para o aumento das receitas fiscais e tributárias (+6,9% homólogo), como resultado da robustez do crescimento económico. Em termos de receitas, o aumento acentuado dos impostos indiretos (+9,4%) foi influenciado por alterações nos prazos de pagamento (para certos impostos que são pagos normalmente no fim do ano foi alargado o prazo até ao início de 2019). Contudo, o impacto deste fator irá dissipar-se ao longo do ano. Por sua vez, os impostos diretos cresceram a um ritmo mais lento – e inferior ao do mês anterior – devido ao pagamento antecipado dos reembolsos do IRS. Neste contexto, os riscos relativamente à nossa previsão (de -0,4% do PIB para o conjunto de 2019) estão equilibrados.

**A carteira de crédito ao setor privado contraiu 2,5% homólogo em março.** Destaque para a desaceleração do crédito ao consumo (10,5% homólogo em 2018 para 8,7% em março) e para a contração do crédito às empresas (-5,3%), devido a um maior dinamismo nas vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa. Quando corrigido deste efeito, o crédito às empresas teria crescido 0,5% em março.

### Portugal: remuneração bruta mensal média

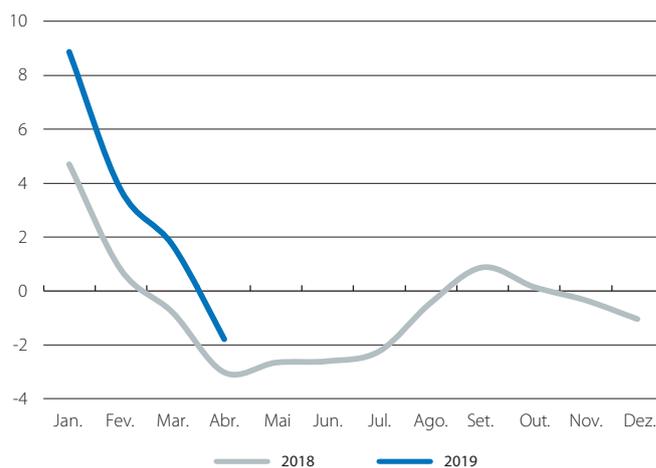
(Euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e da Segurança Social.

### Portugal: saldo do Estado

(% do PIB)



Nota: O objetivo oficial (contas nacionais) para o saldo público de 2019 é de -0,2% do PIB.

Fonte: BPI Research, a partir da DGO e do Orçamento do Estado 2019.

### Portugal: crédito ao setor privado

Março de 2019

	Saldo (milhões de euros)	Varição homóloga (%)
<b>Crédito a particulares</b>	119.360	-0,8
Crédito à habitação	97.005	-1,5
Crédito ao consumo e outros fins	22.355	2,4
Consumo	15.451	8,7
<b>Crédito às empresas</b>	69.710	-5,3
Não promotores imobiliários	64.569	-3,9
Promotores imobiliários	5.141	-20,0
<b>Crédito total ao setor privado *</b>	189.070	-2,5

Nota: \* Crédito concedido ao setor privado não financeiro.

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

## Indústria: um setor em desenvolvimento

- A indústria, tipicamente direcionada para o mercado externo, é um setor chave para que Portugal continue a incrementar a atividade exportadora (motor do crescimento desde a crise financeira e fundamental na correção do desequilíbrio externo).
- O setor industrial representa 16% do PIB, semelhante a Espanha, abaixo da zona euro, mas acima de França.
- A atividade industrial ainda padece de entraves importantes, concentrando-se em setores de baixo valor acrescentado. Todavia existem sinais de maior dinamismo em indústrias com processos de produção mais avançados, sugerindo um salto (ainda discreto, mas promissor) na cadeia de criação de valor.

Apesar das alterações estruturais no sentido de maior terciarização das economias avançadas, o setor industrial português representa 16% do PIB, 21% do valor acrescentado gerado pelas empresas não financeiras e emprega cerca de 720.000 pessoas, equivalente a 15% do emprego total. Mais, em termos médios, as empresas industriais são mais produtivas. Em termos de produtividade aparente do trabalho, a valor acrescentado gerado por cada trabalhador do setor é superior à média da economia: 31.000 euros versus 23.900 euros na média das ENF. Neste artigo focamos a análise na indústria transformadora –98% do valor acrescentado bruto (VAB)<sup>1</sup> do setor industrial–, realçando-se o seu direcionamento para o mercado externo.

Característica da indústria transformadora é o da sua produção estar direcionada para o mercado externo. Alguns dados confirmam-no: por exemplo, as vendas e serviços prestados ao exterior representam 60% das exportações de bens e serviços (excluindo o turismo). A reforçar a vocação exportadora da indústria transformadora está o facto da percentagem de empresas com perfil exportador<sup>2</sup> ser consideravelmente superior à verificada no conjunto de todas as empresas não financeiras a operarem em Portugal: 16,2% (cerca de 6.500 empresas) face a 6% do total das ENF. Não menos importante são os dados relativos à importância destas empresas no conjunto das indústrias transformadoras: 71,9% do volume de negócios, 68,5% do VAB e 53,2% do emprego. Finalmente, como se pode ver na segunda figura nos últimos anos a atividade exportadora tem sido a principal responsável pela recuperação do volume de negócios da indústria transformadora.

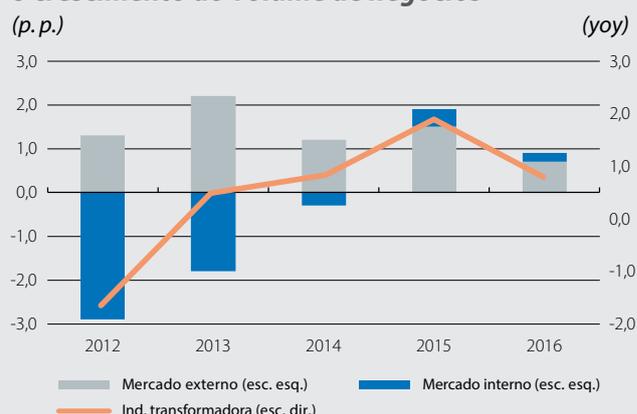
Quanto ao grau de intensidade tecnológica da indústria transformadora, a terceira figura revela que Portugal dista não só da Alemanha (país de referência), mas também de economias idênticas em termos de riqueza per capita.<sup>3</sup> Com efeito, é forte a predominância de empresas de baixa

### Setor industrial em 2017

	Setor industrial	Ind. Extrativa	Ind. Transformadora
% no PIB	16,0	3,5	12,5
VAB do setor (milhões de euros)	22.315,7	461,8	21.853,9
em % do setor industrial		2,1	97,9
em % do total das emp. não financeiras	21,4	0,4	21,0
Volume de negócios (milhões de euros)	91.370,0	1.059,2	90.310,8
em % do setor industrial		1,2	98,8
em % do total das emp. não financeiras	23,0	0,3	22,7
peso do mercado externo nas exportações B&S, excl. turismo	60,8	0,8	60,0
Pessoas ao serviço (mil)	721,1	9,5	711,7
% do emprego total	15,2	0,2	15,0
Produtividade aparente do trabalho (mil euros)	30,9	48,8	30,7

Fonte: BPI Research, com base em INE, Bdp e Eurostat.

### Indústria transformadora: contributos para o crescimento do volume de negócios



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bdp.

1. Dados de 2017.

2. Uma empresa tem perfil exportador se: 1) 50% do volume de negócios vem da exportação de bens e serviços ou 2) 10% do volume de negócios resulta de exportações, mas é superior a 150.000 euros.

3. Em termos de paridade do poder de compra.

**Indústria transformadora: estrutura por intensidade tecnológica**

(% do total)

	Nº Empresas (2016)					Vendas (2014)					Investimento (2014)				
	DE	SI	PL	EE	PT*	DE	SI	PL	EE	PT*	DE	SI	PL	EE	PT
Alta&Média-alta	23,4	11,9	11,0	10,0	10,0	55,2	44,2	30,0	32,1	25,0	56,9	58,6	31,9	15,3	20,9
Alta	3,8	2,0	1,8	1,8	1,0	6,0	9,9	4,6	16,1	4,0	7,2	17,5	3,0	4,7	3,4
Média-alta	19,5	9,9	9,2	8,1	9,0	49,3	34,3	25,4	16,0	21,0	49,7	41,1	28,9	10,5	17,5
Média-baixa	38,6	43,1	43,7	34,4	32,0	26,3	32,9	36,2	22,9	30,0	23,6	28,5	32,3	38,2	31,4
Baixa	38,1	45,0	45,3	55,6	59,0	18,4	22,5	33,8	45,0	45,0	19,5	15,4	35,8	46,5	47,7

Nota: \* Último ano disponível é 2016.

Fonte: Eurostat, Banco de Portugal.

e média baixa<sup>4</sup> tecnologia, as quais representam mais de 90% do total das indústrias transformadoras, gerando 75% do seu volume de negócios. Nestes segmentos dominam também as empresas de menor dimensão.

Embora as empresas que operam em setores de alta e média-alta intensidade tecnológica apenas representem 10% da indústria transformadora, geram 25% do volume de negócios e representam 1/5 do investimento. Estes números evidenciam a importância destas indústrias no potenciamento do crescimento da economia, sendo por isso promissor o maior dinamismo observado na criação de empresas que incorporam processos de produção de elevada intensidade tecnológica: em termos acumulados aumentaram 7,5% entre 2012-16 (o que contrasta com a redução de 0,4% no número das indústrias transformadoras no mesmo período). Característico dos setores de maior intensidade tecnológica é o facto de estarem maioritariamente integradas em grupos multinacionais, destacando-se nestes casos as empresas integradas em grupos de controle estrangeiro, que geravam 73% do volume de negócios do setor de média-alta tecnologia e 65% no de alta tecnologia.

Na indústria de média-alta e alta tecnologia destaca-se o volume de negócios gerado por seis setores,<sup>5</sup> que representando apenas 3,3% das empresas da indústria transformadora, geram 22% do volume de negócios do setor e representam cerca de 18% das exportações de bens e serviços, excluindo turismo.

Finalmente uma referência ao investimento no setor e suas perspetivas. A taxa de investimento da indústria transformadora<sup>6</sup> continua abaixo dos níveis de 2008 (21,3% em 2017 vs 26,1% em 2008) mas está a recuperar desde 2012, contribuindo para a recuperação do negócio no setor. Particularmente positivo, tem sido o reforço do investimento em I&D realizado pelas empresas manufatureiras, que desde 2012 cresceu 16,3% (média anual), aumentando o seu peso no investimento total do setor para 2,4%. Isto confirma que a indústria está a trilhar um caminho de incremento de valor acrescentado e a apostar em modelos de produção mais inovadores. Os progressos que o setor tem vindo a fazer neste sentido são evidentes no índice de competitividade do Banco Mundial. Em particular, o índice mostra que o setor industrial tem vindo a melhorar o investimento em I&D, tanto em termos de quantidade como de qualidade, na difusão de tecnologias de Informação e no nível educacional dos trabalhadores do setor industrial. Todavia, há ainda importantes desafios: o mesmo indicador mostra que Portugal precisa de alcançar maior dinamismo no setor empresarial nomeadamente, flexibilização de regras que facilitem às empresas entrar e sair do mercado e prosseguir na adoção de novas tecnologias e novas formas de organização do trabalho.

4. Esta classificação baseia-se em critérios relacionados por exemplo com a despesa em I&D, mas não pode ser lida de forma rígida, pois haverá empresas classificadas em setores de baixa e média-baixa intensidade tecnológica que nos seus processos produtivos utilizam tecnologias de ponta e que apostam na inovação. Em Portugal, o setor têxtil é um exemplo disto. Setores Baixa intensidade: Indústria têxtil e do vestuário (18% do VAB); alimentares (17,5%); madeira, pasta de papel (10%). Média-baixa intensidade: fabricação borracha, artigos de plástico (11,4%); metalúrgicas de base (11%); reparação manutenção de máquinas e equipamentos (8%); coque e produtos refinados (2%). Média-alta intensidade: material de transporte (6%); máquinas e equipamentos (4%); produtos químicos e fibras sintéticas (4%); equipamento elétrico (2,5%); produtos químicos e fibras sintéticas (4%). Alta intensidade: produtos farmacêuticos (2%); equipamentos informáticos e de comunicação (2%).

5. Fabricação de equipamento informático e para comunicações, eletrónico e ótico, a indústria farmacêutica, a fabricação de automóveis, a indústria química e a fabricação de equipamento elétrico.

6. Taxa de investimento corresponde ao peso da FBCF no VAB.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	01/19	02/19	03/19	04/19	05/19
Índice coincidente para a atividade	2,9	2,0	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0	2,0	...
<b>Indústria</b>										
Índice de produção industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-3,9	-2,6	-2,0	-7,1	-1,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	0,4	-0,8	-1,4	-1,0	-1,2	-2,1	-2,9	-3,7
<b>Construção</b>										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,6	20,6	13,9	20,6	20,8	...	...	20,8	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	16,8	18,4	9,4	...	...	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - taxação)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	6,3	6,8	6,9	7,3	...
<b>Serviços</b>										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	6,9	3,5	2,5	3,0	2,8	1,8	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	15,9	13,0	15,3	15,4	15,8	14,8	13,7	...
<b>Consumo</b>										
Vendas no comércio a retalho	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	5,9	5,0	2,0	9,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,7	2,4	2,3	2,1	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-5,4	-4,6	-5,0	-5,4	-8,3	-7,2	-8,3	-9,5	-9,3	-9,0
<b>Mercado de trabalho</b>										
População empregada	3,3	2,3	2,1	1,6	1,5	1,5	1,4	1,1	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,8	6,6	6,5	6,4	...	...
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	...	...	<b>1,8</b>	...	...

**Preços**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Inflação geral	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,5	0,9	0,8	0,8	0,5
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,8	1,0	0,7	0,8	0,6

**Setor externo**

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
<b>Comércio de bens</b>										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,1	5,3	5,6	4,8	4,7	5,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,5	8,0	8,6	8,0	9,7	8,4	8,7	9,7	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,4</b>	...	...
Bens e serviços	3,5	2,0	3,1	2,0	0,8	1,6	1,1	0,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-3,0	-2,9	-3,2	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</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	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>										
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,4	4,2	4,9	5,0	4,7	4,9	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	13,6	14,6	14,2	14,9	13,4	14,4	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	-1,9	-2,0	-1,6	-2,1	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	1,0	-9,9	-11,6	-15,7	-12,4	-6,6	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>										
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	-2,6	-2,7	-2,5	-2,5	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	-5,7	-6,0	-5,6	-5,3	...	...
Famílias - habitações	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	...	...
Famílias - outros fins	0,9	4,5	5,8	5,2	3,1	3,5	3,4	2,4	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	-12,4	-11,6	-12,5	-13,5	-13,4	-10,4	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	...	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>13,3</b>	...	<b>11,3</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 desaceleração espanhola materializa-se a um ritmo mais lento

**A economia espanhola retarda a moderação do seu crescimento.** Devido ao enfraquecimento dos ventos favoráveis que suportaram o forte crescimento dos últimos anos, a economia espanhola enfrenta uma transição para ritmos evolutivos mais baixos em linha com a maturidade do ciclo. No entanto, a moderação do crescimento está a ocorrer de uma forma ligeiramente mais lenta do que a prevista. Por exemplo, no 1T o PIB cresceu 0,7% em cadeia (2,4% homólogo), um ritmo 0,1 p.p. superior ao do trimestre anterior. Para a totalidade do ano de 2019, esperamos que a economia espanhola cresça 2,3% (2,6% em 2018) e que o crescimento diminua para 1,9% em 2020 e 1,7% em 2021. Por componentes, a procura interna vai continuar a ser o principal motor de crescimento em Espanha, sobretudo devido às contribuições do consumo interno e do investimento. Por sua vez, nos últimos trimestres a procura externa tem sido penalizada pelas tensões comerciais e pelo menor crescimento da Zona Euro, sendo provável que mantenha uma contribuição modesta pelo menos enquanto estas perturbações continuem a pesar sobre o contexto externo. Também é possível encontrar um cenário de crescimento muito semelhante no quadro macroeconómico do Governo espanhol apresentado na atualização do Plano de Estabilidade 2019-2022. Ao nível das contas públicas, o Programa de Estabilidade prevê uma redução muito gradual do défice público, suportada no impulso cíclico e nas novas medidas de receitas que seriam incluídas no orçamento de 2020. Estas medidas (tributação mínima no imposto sobre as sociedades, imposto sobre serviços digitais, imposto sobre transações financeiras, etc.) aumentariam as receitas de 39,1% do PIB em 2019 para 40,7% em 2022, embora ainda não sejam conhecidos elementos suficientes para avaliar o seu impacto com precisão.

**Os indicadores sugerem uma manutenção do ritmo de crescimento.** Especificamente, em março o volume de negócios no setor dos serviços cresceu 5,1% homólogo (média móvel de três meses) e o do setor industrial 2,2% também em termos homólogos, ambos os valores superiores ao mês anterior. Da mesma forma, em abril os índices do PMI das indústrias e dos serviços situaram-se em 51,8 e 53,1 pontos, respetivamente, em clara zona de expansão (acima dos 50 pontos). Desta forma, esperamos que o ritmo de crescimento do PIB no segundo trimestre do ano se assemelhe ao do 1T, sendo que o nosso modelo de previsão do PIB a curto prazo sugere uma evolução da atividade de 0,7% em cadeia no 2T 2019.

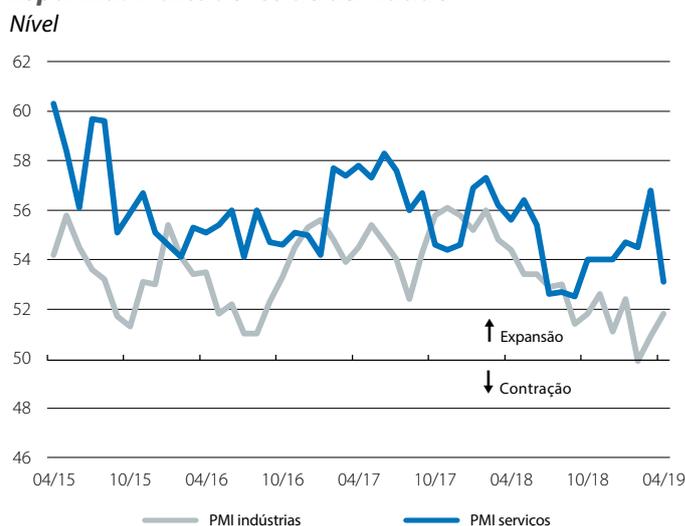
**Desempenho dinâmico do mercado de trabalho.** Evidenciando a mesma tendência do PIB, em termos de mercado de trabalho tem-se vindo a adiar a desaceleração prevista para o crescimento do emprego. Assim, em abril o emprego cresceu 2,95% homólogo (dados ajustados de sazonalidade), ligeiramente acima da média do 1T (2,9%), tendo o número total de inscritos na Segurança Social atingido os 19,2 milhões, o valor mais elevado desde julho de 2008. Por outro lado, o desemprego registado caiu 5,2% homólogo (o mesmo ritmo da média do 1T), com um número total de desempregados de 3,2 milhões de pessoas. Além disso, juntamente a esta melhoria no emprego começa-se a observar um aumento gradual dos salários dos

### Espanha: quadro macroeconómico previsto no Programa de Estabilidade 2019-2022

	2018	2019	2020	2021	2022	
	Dado	Previsão				
PIB (variação homóloga, %)	2,6	2,2	1,9	1,8	1,8	
Emprego (variação homóloga, %)	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	
Taxa de desemprego (%)	15,3	13,8	12,3	11,0	9,9	
Défice público (% do PIB)	-2,5	-2,0	-1,1	-0,4	0,0	
Dívida pública (% do PIB)	97,1	95,8	94,0	91,4	88,7	

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Programa de Estabilidade 2019-2022.

### Espanha: indicadores de atividade



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

### Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado



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

trabalhadores, que deveria contribuir para ajudar à recuperação dos rendimentos das famílias e do sentimento económico dos consumidores. Especificamente, em abril o aumento salarial acordado nas convenções coletivas foi de 2,21% (2,25% nas novas convenções acordadas em 2019), superior ao aumento de 1,75% de dezembro de 2018.

**A taxa de inflação permanece em níveis baixos.** Especificamente, em maio a taxa de inflação geral situou-se em 0,8% homólogo. Assim, foi observada uma inversão em relação à recuperação de abril (quando aumentou para 1,5%), um registo influenciado pelos efeitos de calendário por causa da Semana da Páscoa. Em relação à taxa de inflação subjacente – os dados de maio ainda não foram divulgados – em abril mantiveram-se reduzidos em 0,9% - sugerindo que a recuperação das pressões inflacionistas subjacentes será muito paulatina. Por um lado, a recuperação dos salários está a ser gradual. De facto, trata-se de um aumento mais baixo do que o verificado noutros países da Zona Euro, o que permite manter a competitividade da economia espanhola (para mais informação consultar o Focus «A competitividade do trabalho em Espanha: um percurso com altos e baixos» nesta edição da *Informação Mensal*). Por outro lado, a recente moderação das margens das empresas está a contribuir para a contenção da taxa de inflação subjacente.

**Turbulências no setor externo apesar da robustez do turismo.** As tensões comerciais e a desaceleração da Zona Euro estão a pesar no setor externo espanhol, tendo afetado o saldo da balança corrente de março, que caiu para 0,74% do PIB (acumulado 12 meses), menos 1,03 p.p. do que o registo de março de 2018. A maior parte desta deterioração deve-se à diminuição do saldo de bens (que foi de -3,0% e explica 0,9 p.p. da deterioração) e, de forma particular, à dos bens não energéticos (deterioração de 0,5 p.p.). Contudo, dentro deste contexto externo menos favorável, o setor do turismo mantém a sua robustez. Em março, chegaram a Espanha 5,6 milhões de turistas internacionais, mais 4,7% do que o mesmo período de 2018. Igualmente, a despesa total foi de 2,7% superior à do ano passado.

**Setor imobiliário: expansão mais sustentada e duradoura.** A venda de habitações abrandou o seu ritmo de crescimento em março com um aumento homólogo de 8,1% (acumulado de 12 meses), em comparação com os 10,3% de 2018. Por outro lado, o preço de avaliação dos imóveis aumentou 1,1% em cadeia (4,4% homólogo) no 1T 2019, consolidando a tendência de crescimento que começou em 2015. Assim, como é possível observar através destes números, o setor imobiliário espanhol está a entrar numa fase mais madura do ciclo, caracterizada por um abrandamento no crescimento da procura e dos preços. Nesta fase, esperamos que a compra e venda e os preços da habitação mantenham um bom ritmo de crescimento no conjunto de 2019, apesar de ligeiramente inferiores aos registados no ano passado e em linha com a pequena perda de dinamismo que prevemos para os fatores que suportam a expansão do mercado imobiliário (criação de emprego, condições financeiras favoráveis e elevada procura externa).

**A força da atividade económica facilita a descida do incumprimento.** Especificamente, a taxa de incumprimento caiu 0,09 p.p. em março até se situar em 5,73%, prosseguindo a sua trajetória descendente iniciada há quatro anos. Tendência esta que vai continuar nos próximos meses. Nos últimos 12 meses, o incumprimento desceu 1,07 p.p., favorecido pelo ritmo positivo do crescimento económico e consequentes menores entradas de incumprimento, bem como pelas vendas de crédito de cobrança duvidosa.

### Espanha: comércio exterior de bens\*

Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



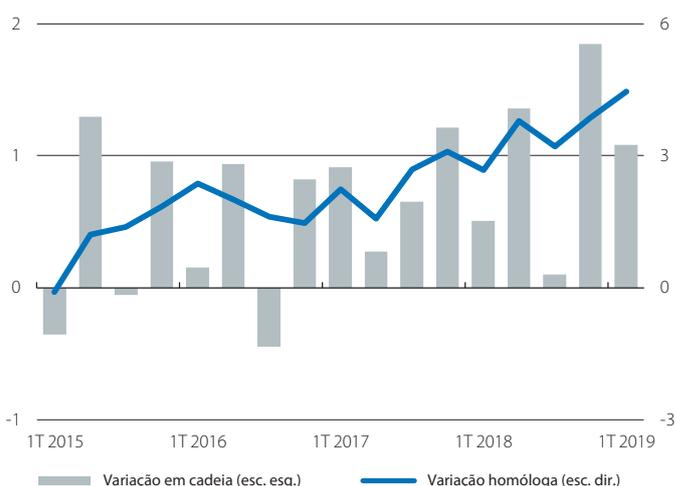
Nota: \* Dados nominais, série não ajustada de sazonalidade. Energia não incluída.

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

### Espanha: preço da habitação

Varição em cadeia (%)

Varição homóloga (%)

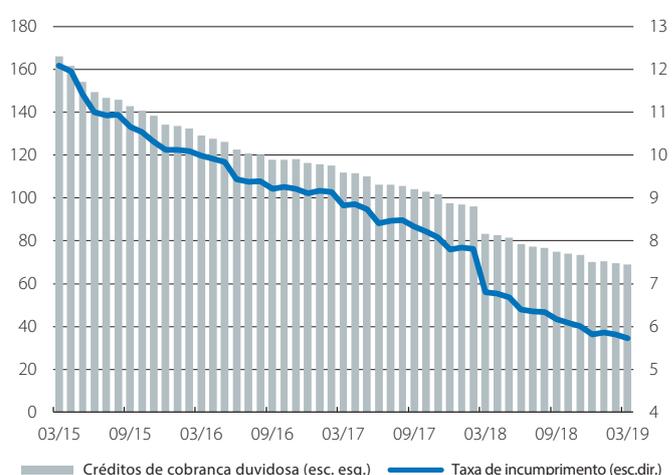


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Fomento espanhol.

### Espanha: taxa de incumprimento e créditos malparados

(Milhares de milhões de euros)

(%)



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

## O automóvel, um setor fundamental que enfrenta um futuro incerto

- Na Europa, o setor automóvel possui uma contribuição muito significativa para a atividade (tanto diretamente como por efeito de arrastamento) e conta com uma forte orientação para a exportação.
- Portanto, num contexto de desaceleração do comércio global, o setor tem afetado negativamente o crescimento da Zona Euro nos últimos trimestres (acentuado por problemas regulamentares no setor).
- No futuro, o imperativo ambiental e os problemas de poluição nas grandes cidades levam o setor à substituição de motores de combustão interna por motores elétricos. No entanto, para alcançar este desafio deverão ser ultrapassados bloqueios tecnológicos.

A economia da Zona Euro desacelerou no segundo semestre de 2018, fazendo com que as principais instituições reduzissem as suas perspetivas de crescimento para 2019. Por exemplo, enquanto em abril de 2018 o FMI previa que o PIB da Zona Euro ia crescer 2,0% em 2019, a sua previsão mais recente (abril de 2019) desceu este valor para 1,3%. Como mostrámos em análises anteriores,<sup>1</sup> parte desta moderação deve-se às perturbações sofridas pelo setor automóvel, que se tem vindo a ajustar ao novo protocolo de emissões poluentes de veículos que entrou em vigor a 1 de setembro de 2018. De facto, as nossas estimativas indicam que as perturbações no setor automóvel tiveram um impacto significativo: se não tivessem ocorrido, o crescimento em cadeia do PIB teria sido de 0,5% no 3T 2018 (em comparação com os 0,2% registados). Devido à sua importância, devemos entender a temporalidade real destas perturbações no setor automóvel e quais são as suas perspetivas de médio prazo.

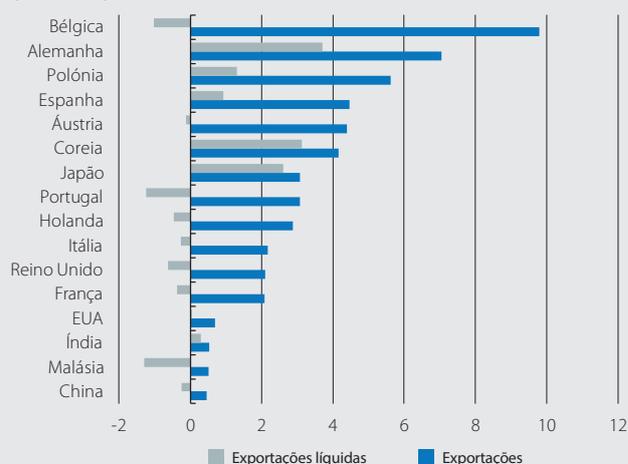
### A importância do setor na Zona Euro

A importância do setor automóvel para a economia europeia é significativa e tem ganho cada vez mais importância. Bom exemplo disto é que a sua produção representa 3,8% do PIB da Zona Euro e é responsável por 12,5% das exportações europeias, valores que ultrapassam os de 2012, quando o setor representava 3,6% do PIB e 10,5% das exportações. O peso do setor na Europa também está acima da média mundial. Assim, em 2017 a Zona Euro representou 15,8% do PIB mundial, mas as suas exportações de viaturas, com a inclusão de fluxos entre os Estados-membros, representaram 37,6% das exportações mundiais de automóveis. Esmiuçando por países, destaque para a os valores excecionais da Alemanha, cujas exportações de automóveis em 2017 igualaram o somatório das dos três maiores exportadores asiáticos – Japão, Coreia do Sul e China – e representaram 47,3% do total das exportações da Zona Euro (valores em dólares correntes). Se, para além dos dados de 2017, observarmos a evolução dos últimos anos, vemos que o caso alemão também se destaca: se em 1990 o valor das exportações alemãs era semelhante às japonesas, em 2018 era 74% superior. Assim, na Alemanha as exportações de automóveis repre-

1. Ver o Focus «O crescimento da Zona Euro: nem tanto ao mar, nem tanto à terra» na IM01/2019.

### O peso das exportações de automóveis

(% do PIB)



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

sentaram 7,0% do PIB e as exportações líquidas (subtraindo as importações), 3,7%, um valor que é quase metade do atual superavit alemão (8,1% do PIB em 2018, e o maior do mundo em termos absolutos).

Contudo, a contribuição do setor para a economia vai além do seu próprio volume de produção. De facto, o setor automóvel possui um efeito de arrastamento significativo através do qual a produção de automóveis estimula os restantes setores da economia. Em particular, as estimativas<sup>2</sup> indicam que um aumento de 1 euro na produção de automóveis repercute-se num aumento da produção total da economia europeia de 2,4 euros. Assim, se medirmos a contribuição do setor de forma ampliada, ou seja, tendo em conta este efeito de arrastamento, o peso das exportações «ampliadas» do setor automóvel na Alemanha poderia ultrapassar os 15% do PIB. Considerando o peso do setor na Europa e a sua forte orientação para as exportações, não é de surpreender que, dentro do contexto atual de desaceleração do comércio mundial, o setor tenha exercido uma pressão significativa no crescimento da Zona Euro.

2. Estimativas baseadas nas tabelas input-output da Comissão Europeia. Ver [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Consolidated\\_supply\\_use\\_and\\_input-output\\_tables&oldid=420861](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Consolidated_supply_use_and_input-output_tables&oldid=420861).

## Os desafios do setor

Se a economia destes países europeus está tão ligada aos resultados do setor automóvel, vale a pena colocar a questão: quais serão as perspetivas do automóvel europeu (Alemanha e parceiros) para além de 2019? A curto e longo prazo, o setor é constantemente afetado pelo imperativo ambiental. Assim, as mudanças nos regulamentos antipoluição levaram a reduções significativas nas vendas de carros em 2018, embora esta perturbação deva atenuar em 2019. Além desta conjuntura, o setor enfrenta desafios significativos a médio e longo prazo. O imperativo ambiental e os problemas de poluição nas grandes cidades levam o setor à substituição de motores de combustão interna por motores elétricos. Alguns países estão a estudar a proibição da venda de carros de combustão interna em 2040. No entanto, o caminho da eletrificação será possivelmente um trajeto mais longo e incerto do que o previsto. Os desafios da eletrificação no automóvel incluem o aumento da capacidade de armazenamento de energia nas baterias, ainda insuficiente para que a autonomia dos veículos elétricos possa competir com as da gasolina; a falta de infraestruturas de carregamento de baterias, como também o elevado tempo de carregamento; e grandes problemas ao nível das matérias-primas essenciais para a produção de baterias, como o cobalto. Assim, se não se derem avanços científicos radicais (como o desenvolvimento da bateria de estado sólido ou da bateria de hidrogénio),<sup>3</sup> a implementação do carro elétrico será relativamente lenta. Esta situação é referida por vários analistas, que consideram uma previsão de que em 2030 ainda não tenham atingido 10% da produção mundial.<sup>4</sup> Além disso, este atraso, em conjunto com o imperativo ambiental, poderia aumentar substancialmente o preço dos carros e dar lugar a novos modelos de transporte (como a partilha de viaturas).

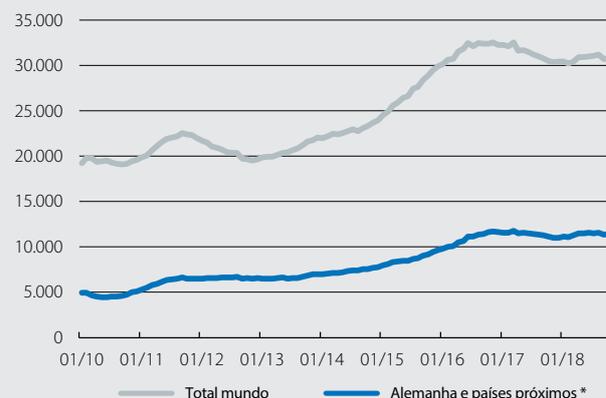
No interregno entre os motores de combustão e o veículo elétrico encontramos o carro híbrido. Atualmente, a penetração de carros híbridos na Europa e nos EUA é de cerca de 2% das vendas totais, mas as previsões dos analistas sugerem que poderá atingir os 20% nos próximos 10 anos, uma proporção que já foi alcançada no Japão. Nesta transição, o setor automóvel europeu está claramente atrás de outras economias, como a do Japão, ilustrado pelo facto de o grupo japonês Toyota representar 74% das vendas acumuladas de híbridos na Europa. É possível observar uma visão semelhante através das várias cotações bolsistas das empresas automobilísticas alemãs em comparação com as japonesas. A Alemanha exporta 1,74 dólares em carros por cada dólar que o Japão exporta, sendo que os seus três grupos automobilísticos produzem 15 milhões de carros no mundo inteiro com preços significativamente mais altos e com margens mais elevadas do que os 22,3 milhões de carros produzidos globalmente pelos grupos japoneses. No entanto, a capitalização de mercado das

3. Nos últimos 20 anos não foi alcançada uma solução viável para incorporar hidrogénio às viaturas ligeiras.

4. Goldman Sachs (2018). «The next growth engines: traction motors and inverters».

## Espanha: exportações de carros

(Milhões de euros)



Nota: \* Alemanha, Benelux, Áustria, Eslováquia, Rep. Checa, Polónia e Hungria.  
Fonte: BPI Research, a partir dos dados das alfândegas.

quatro empresas japonesas de carros é superior ao dos três grupos alemães em cerca de 15%.<sup>5</sup>

## O setor automóvel em Espanha

No caso espanhol, o setor registou um forte crescimento na última década, com exportações que representaram 4,5% do PIB em 2018, um valor em alta desde o mínimo de 2,8% em 2009. A produção automóvel espanhola possui uma clara componente exportadora, dado que cerca de dois terços da produção do setor tem como destino a exportação. Além disso, em Espanha o setor exibiu uma maior integração com a Alemanha e os seus países vizinhos, registando um aumento significativo nas vendas para o Reino Unido e para os EUA. De acordo com os dados de 2016, as exportações de carros em Espanha foram 23,3% do total da Zona Euro, bem acima do peso de 10,5% que o PIB espanhol representa na Zona Euro. Este impulso nas exportações de carros fez com que as exportações espanholas de bens mantivessem a sua quota na totalidade das exportações mundiais quando a maior parte das economias avançadas a perdeu devido à força da Ásia Oriental. No entanto, desde meados de 2016 que as exportações de carros em Espanha parou de crescer, tendo-se mantido nos níveis alcançados. Esta estagnação, generalizada em termos de destinos geográficos, pode ser consequência do forte peso do gasóleo na produção espanhola<sup>6</sup> e, em termos macroeconómicos, ajuda a explicar a redução do superavit atual nos últimos trimestres.

O futuro não está escrito. A história do setor automóvel europeu sempre foi marcada por sucessos, tendo as economias da Zona Euro beneficiado favoravelmente dos mesmos. Contudo, como foi possível observar nos últimos trimestres, quando esta trajetória de sucesso se vê afetada, o conjunto da economia nota as consequências. É por isso que é fundamental que o setor se possa adaptar às mudanças tecnológicas que vão chegar.

5. Marcas japonesas: Toyota, Nissan, Honda e Mazda. Grupos alemães: Daimler, BMW e Volkswagen AG.

6. As vendas de veículos com motores a gasóleo são as que mais sofreram com as novas regulamentações ambientais.

**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	03/19	04/19	05/19
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	1,1	0,5	-2,7	-0,2	-3,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-2,2	-4,9	-4,1
PMI da indústria (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	51,1	50,9	51,8	...
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	25,8	24,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	14,0	15,8	13,2	11,1	7,8	8,1	...	...
Preço da habitação	6,2	6,7	6,8	7,2	6,6	...	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	1,0	0,8	...	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	55,3	56,8	53,1	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	1,0	0,7	0,1	-0,4	1,4	1,3	1,4	1,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	7,9	7,8	10,0	17,0	-7,6	-7,0	-4,3	2,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-2,0	-6,1	-3,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	3,2	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	14,7	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,9	3,0	...
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,4</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	03/19	04/19	05/19
Inflação geral	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,3	1,5	0,8
Inflação subjacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7	0,9	...

**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	03/19	04/19	05/19
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	2,4	2,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	6,1	6,1	...	...
<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>9,0</b>	<b>9,0</b>	...	...
Bens e serviços	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	21,8	21,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	-12,8	-12,8	...	...
<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>15,5</b>	<b>15,5</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	03/19	04/19	05/19
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	5,1	5,4	...	...
À vista e poupança	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	11,1	11,2	...	...
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	-13,7	-12,9	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	17,8	19,6	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,9</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	-2,1	-1,4	...	...
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	-5,5	-3,4	...	...
Famílias - habitações	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,2	-1,1	...	...
Famílias - outros fins	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	4,0	3,2	...	...
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	-10,3	-8,4	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-1,8</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>5,7</b>	<b>5,7</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.

## Jovens adultos do século XXI, uma forma diferente de encarar a vida?

- A atual geração de jovens adultos é muito diferente da dos pais: mais preparada, mais diversificada e com um conjunto de valores diferentes.
- Os jovens adultos adiam marcos vitais como a emancipação, a vida em casal ou a paternidade, enquanto a tipologia das famílias é cada vez mais variada.
- As principais forças que estão por trás destas mudanças são essencialmente duas: as transformações culturais e o contexto económico.
- Os fatores cíclicos que atrasam as decisões dos novos jovens adultos perderão intensidade nos próximos anos. No entanto, as forças subjacentes, como a secularização ou as transformações económicas, vão permanecer bem presentes e sugerem que, em linhas gerais, as mudanças no comportamento dos jovens vieram para ficar.

### Perfil dos jovens adultos: uma geração diferente

Cerca de 11,2 milhões de espanhóis e 2,4 milhões de portugueses são atualmente jovens adultos, ou seja, a população entre os 20 e 39 anos que representa o primeiro período da idade adulta (a que já atingiu a «plenitude de crescimento ou desenvolvimento» de acordo com a definição da Real Academia Espanhola). Em termos biológicos, este desenvolvimento refere-se a uma capacidade reprodutiva completa, embora num sentido mais lato responda a uma tomada de decisões próprias de forma independente. Esta população toma as primeiras decisões da fase adulta que abrangem a educação avançada (mestrados, pós-graduações, etc.), emancipação, formar família, maternidade/paternidade, bem como o trabalho durante um leque de anos que são fundamentais para o seu desenvolvimento profissional. É por tudo isto que o futuro da nossa sociedade é influenciado pelas decisões tomadas pelos jovens adultos. Neste artigo analisaremos as mudanças sociodemográficas dos nossos jovens adultos, bem como as razões que os impulsionam para estas mudanças e as respetivas consequências para o conjunto da sociedade.

Os jovens adultos representam uma parte significativa da população em idade ativa. Em 2018, constituíam 37% da população em idade ativa em Espanha (35,8% em Portugal), um peso significativo mas inferior ao do início do século, quando representavam quase metade da população em idade ativa em Espanha (48%) e um pouco menos em Portugal (44,8%). Na próxima década espera-se que o peso dos jovens adultos permaneça num nível semelhante e represente – em 2030 – 36% da população em idade ativa tanto em Espanha como em Portugal.

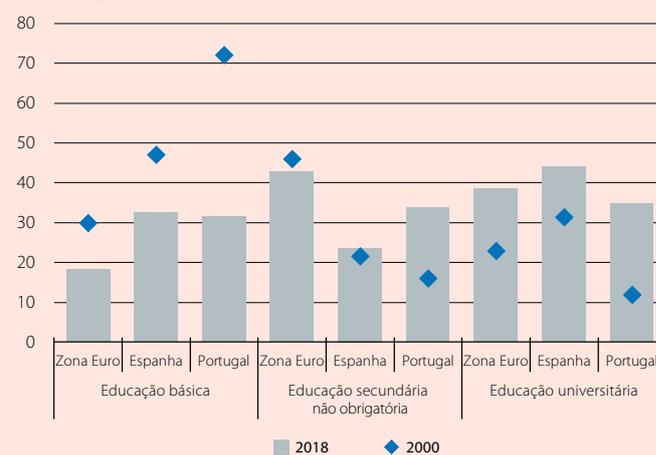
Além do seu peso, a atual geração de jovens adultos é muito diferente das gerações anteriores. Em termos de educação, os jovens adultos de hoje em dia são uma geração bem preparada. Tanto em Espanha como em Portugal, mais de dois terços estudaram além da escolaridade básica.<sup>1</sup> Uma situação muito diferente do ano 2000, quando 47% dos jovens espanhóis e 72% dos portugueses apenas tinham o nível de escolaridade básica (ver o primeiro gráfico). Além disso, a formação educativa evoluiu, tendo aumentado significativamente o número de jovens adultos com estudos universitários mais avançados e que fizeram mestrados e doutoramentos. Além disso, Espanha possui uma proporção ainda mais elevada de estudantes universitários do que a média da Zona Euro, ao contrário do que acontece com o ensino secundário, que inclui a formação profissional, com uma menor expansão em Espanha do que na Zona Euro.

Os jovens adultos também são uma geração mais diversificada e móvel. Um em cada cinco jovens adultos residentes em Espanha em 2018 nasceu fora do país (no ano 2000 representavam apenas 5,1% da população desta faixa etária). Esta diversidade em termos de país de origem é também muito maior do que a média da população (9,8%), dado que os fluxos migratórios estão concentrados nas idades com maior participação no mercado de trabalho (como é a faixa etária dos 20 aos 39 anos). De cada quatro jovens imigrantes, um nasceu noutro país da UE e três fora da União, sobretudo na América Latina e em Marrocos. Em Portugal, 9,2% dos jovens eram imigrantes em 2018, uma percentagem que também é muito superior à média da população (4,1%).

1. Especificamente, que concluíram o ensino primário ou secundário médio obrigatório (população dos 25 aos 39 anos).

### Nível de escolaridade dos jovens adultos

Percentagem (%)



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

Por outro lado, os jovens nativos são mais móveis do que antes. Motivados em grande parte pela crise, o número de jovens espanhóis emigrantes aumentou a partir de 2009, atingindo um valor de 30.000 jovens em 2013, tendo diminuído para 23.000 em 2017.<sup>2</sup> Em contrapartida, tem vindo a crescer o número de jovens espanhóis que regressa a Espanha desde o início da recuperação económica (ver o segundo gráfico).

### Fluxos de entrada e de saída de pessoas nascidas em Espanha com idades entre os 20 e os 39 anos

Número



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

Em virtude destas mudanças, não é de surpreender que a atual geração de jovens adultos apresente um comportamento distinto ao de outras décadas. De forma particular, adiam projetos vitais que no passado definiam esta etapa da vida, tais como a emancipação, a vida em casal ou a paternidade. Por exemplo, em Espanha e Portugal quase dois terços dos jovens ainda vivem com os seus pais,<sup>3</sup> uma percentagem que aumentou significativamente nos dois países e que é muito superior à média da Zona Euro (ver o quarto gráfico).

Vamos analisar mais à frente neste artigo as várias causas que afetam o adiamento da emancipação. A maior secularização e o individualismo das nossas sociedades tem resultado num maior relaxamento ao nível das normas sociais no que respeita à ordem de marcos vitais como o casamento ou a paternidade/maternidade. Contudo, também são influenciados por fatores económicos. É por esta razão que os espanhóis se casam em média cerca de 7 anos mais tarde do que em 1990 (aos 35 anos os homens e aos 33 as mulheres). Em Portugal, os homens casam-se aos 32 anos e as mulheres aos 30,4 anos, cerca de 6 anos mais tarde do que em 1990, uma tendência que é possível observar nos países mais avançados.

Esta mudança possui implicações relevantes, dado que a vida em casal favorece normalmente um estilo de vida mais estável e uma tomada de decisões com um maior compromisso a longo prazo. Assim, uma característica dos jovens adultos com importantes consequências sociais é o atraso na idade em que têm o primeiro filho, que passou dos 28 anos em 1995 para os 31 anos em 2016 para mulheres espanholas e portuguesas (ver o quinto gráfico), e a consequente redução do número de filhos, que por si só já era baixo nos dois países. Especificamente, em 2016 em cada 1.000 mulheres com idades compreendidas entre os 20 e os 39 anos, nasceram 117 crianças em Espanha e 125 em Portugal, um número abaixo das 157 que nasceram na Alemanha ou das 180 em França.

2. Segundo a estatística de fluxos migratórios do INE espanhol, elaborada a partir do recenseamento municipal. Esta estatística pode subestimar os fluxos totais se as migrações de nativos de duração mais curta não estiverem registadas na mesma. Ver González-Ferrer, A. (2013), «La nueva emigración española. Lo que sabemos y lo que no», Fundación Alternativas, n.º 18/2013.

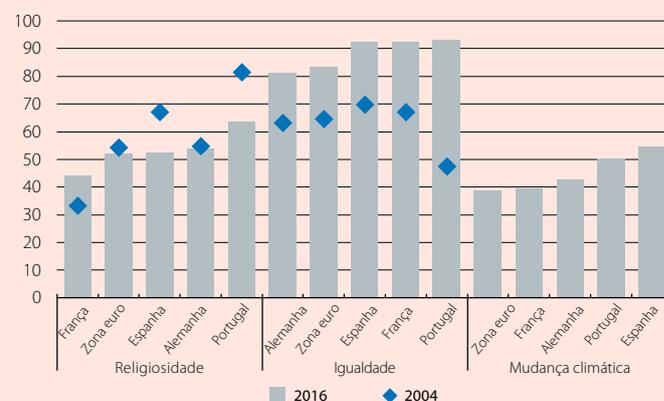
3. De acordo com o Eurostat, em 2017, 61,2% dos jovens com idades compreendidas entre os 18 e os 34 anos continuavam a viver com os seus pais em Espanha, sendo que em Portugal este valor era de 63,4%.

No entanto, estes números representam uma pequena percentagem da totalidade da população adulta jovem (em 2017, a emigração de jovens representava 0,2% da população com idades compreendidas entre os 20 e os 39 anos de idade e o retorno 0,1%).

Da mesma forma, a atual geração de jovens adultos possui valores muito diferentes aos dos seus pais (ver o terceiro gráfico). Espanha e Portugal são dois países muito mais seculares do que há alguns anos. O sentimento religioso diminuiu acentuadamente entre os jovens adultos e numa escala muito mais elevada em comparação com o resto da Zona Euro (com uma secularidade superior). Da mesma forma, os jovens dão cada vez mais importância a valores como a igualdade entre homens e mulheres. Por exemplo, é cada vez maior o número de indivíduos que pensa que o emprego não deve ser prioritário para os homens em detrimento das mulheres, uma opinião que não era tão maioritária há muitos anos. Além disso, os jovens adultos preocupam-se com outras questões como a mudança climática, particularmente em Espanha e Portugal.

### Mudança nos valores dos jovens adultos

Percentagem (%)



Notas: O elemento Religiosidade refere-se à percentagem de indivíduos com idades entre os 20 e os 39 anos que se declaram religiosos. O elemento Igualdade corresponde à percentagem de indivíduos com idades entre os 20 e os 39 anos que acreditam que os homens não devem ter mais prioridade do que as mulheres para obter um emprego. O elemento Mudança climática corresponde à percentagem de indivíduos com idades entre os 20 e os 39 anos que estão muito preocupados com a mudança climática (elemento que não foi inquirido em 2004).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da European Social Survey (ESS).

**Jovens adultos que vivem em casa dos pais \***

Percentagem (%)



Nota: \* Com idades compreendidas entre os 18 e os 34 anos.

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

As grandes forças que estão a modelar o comportamento dos jovens nas últimas décadas são essencialmente duas: as transformações culturais e o contexto económico. Isto é sugerido por estudos como os de Matthias Studer e respetivos coautores,<sup>5</sup> os quais demonstram que tanto a tendência para uma maior secularização como a evolução do mercado de trabalho têm contribuído para mudanças na formação das famílias dos jovens adultos. Na mesma linha, Daniel Cooper e María José Luengo-Prado,<sup>6</sup> economistas da Reserva Federal de Boston, documentam que três variáveis económicas fundamentais (taxa de desemprego regional, situação profissional da pessoa e o rácio regional entre o preço da habitação e o rendimento dos jovens) explica boa parte do adiamento da emancipação.<sup>7</sup> Por sua vez, Zachary Bleemer e os seus coautores<sup>8</sup> como Frederick Furlong<sup>9</sup> mostram que nos EUA o impacto da Grande Recessão de 2007-2009, o aumento do custo da habitação e o maior custo dos estudos contribuíram para o adiamento da idade de emancipação.

Em termos culturais, tendências como a crescente secularização da sociedade e outras mudanças de valores fizeram postular a hipótese de que as economias avançadas estão a atravessar uma segunda transição demográfica.<sup>10</sup> De acordo com esta hipótese, desde a década de 60 que as preferências dos indivíduos têm vindo a evoluir para valores que dão mais importância à autorrealização das pessoas e à autonomia individual. Assim, as sociedades demonstram uma menor disposição para tomar decisões que implicam um compromisso de longo prazo. Por outras palavras, enquanto a primeira transição demográfica foi caracterizada por uma queda na taxa de mortalidade e fecundidade, estas mudanças de valores provocam uma segunda transição caracterizada por uma diminuição no número de casamentos, um aumento dos divórcios, o adiar do momento de ter filhos e ter um menor número de filhos.

No que diz respeito às alterações no contexto económico, devemos diferenciar entre fenómenos de natureza cíclica e transformações económicas fundamentais. Se nos concentrarmos nos primeiros, os jovens de hoje em dia são uma geração marcada pela

Da mesma forma, a tipologia das famílias tem-se vindo a diversificar. Tanto em Espanha como em Portugal, tem vindo a aumentar a proporção de casais sem filhos (representam 22% e 24% da totalidade das famílias, respetivamente) bem como as famílias monoparentais (representam 3% em Espanha e 4% em Portugal). Esta maior despadronização em termos da tipologia de família parece ser ainda mais acentuada para indivíduos com menores rendimentos.<sup>4</sup>

**O que é que está por detrás do novo perfil dos jovens adultos?**

Vamos analisar o que é que levou os jovens adultos a adiarem tanto a sua emancipação como a formação de uma família e a formar estruturas familiares mais diversificadas. A natureza destas causas vai-nos fornecer pistas do quão temporárias ou permanentes serão estas mudanças.

**Idade média das mulheres quanto têm o primeiro filho**

Anos



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da OCDE («Society at a Glance 2019»).

4. Ver Zimmermann, O. e Konietzka, D. (2017). «Social disparities in destandardization. Changing family life course patterns in seven European countries». *European Sociological Review*, 34(1), 64-78.

5. Studer, M., Liefbroer, A. C. e Mooyaart, J. E. (2018). «Understanding trends in family formation trajectories: An application of competing trajectories analysis (CTA)». *Advances in Life Course Research*, 36, 1-12.

6. Cooper, D. e Luengo-Prado, M. J. (2018). «Household formation over time: Evidence from two cohorts of young adults». *Journal of Housing Economics*, 41, 106-123.

7. O estudo analisa as diferenças entre duas coortes de jovens adultos americanos: os que nasceram entre 1957-1965 e os que nasceram entre 1980-1984. Na sua análise, as variáveis demográficas (sexo, escolaridade, raça, etc.) e económicas (taxa de desemprego, custo da habitação, situação profissional, etc.) explicam 70% da diferença entre os dois grupos (a variável de interesse é a probabilidade de não se terem emancipado).

8. Bleemer, Z., Brown, M., Lee, D. e Van der Klaauw, W. (2014). «Tuition, jobs, or housing: What's keeping millennials at home». In Staff Report 700. Banco da Reserva Federal de Nova Iorque.

9. Furlong, F. (2016). «Household formation among young adults». FRBSF Economic Letter, Banco da Reserva Federal de São Francisco.

10. Lesthaeghe, R. (2014). «The second demographic transition: A concise overview of its development». *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 111(51), 18.112-18.115.

recessão económica iniciada em 2008: tiveram que tomar as primeiras grandes decisões como adultos (como o nível de educação desejado, a entrada no mercado de trabalho e a formação de uma família) durante o momento económico mais turbulento das últimas décadas. Esta recessão penalizou especialmente os jovens trabalhadores, que sofreram o aumento do desemprego, depararam-se com maiores dificuldades para conseguir um emprego estável e enfrentaram uma maior redução do seu nível de rendimentos. Por exemplo, entre 2008 e 2016, o salário médio caiu 14,9% para os trabalhadores com idades compreendidas entre os 20 e os 24 anos, e 8,9% para aqueles com idades entre os 25 e os 29 anos (em comparação com um aumento acumulado de 5,8% para o grupo de trabalhadores de todas as faixas etárias).<sup>11</sup> Além disso, a taxa de desemprego dos trabalhadores espanhóis entre os 20 e os 39 anos atingiu um índice recorde de 30% em 2013, com uma fração de desempregados de longa duração de 58% dentro desta faixa etária (valor máximo registado em 2014) e uma incidência em termos de temporalidade superior ao resto da população, números que têm vindo a melhorar mas que ainda permanecem em níveis relativamente elevados.<sup>12</sup> De facto, a recessão irá provavelmente ter efeitos persistentes nos rendimentos da atual geração de jovens adultos: vários estudos mostram que as condições em que acedem ao mercado de trabalho (tipo de contrato, salário, setor de atividade, etc.) têm impacto nas condições de trabalho futuras que demoram a desaparecer.<sup>13</sup> Finalmente, a estas dificuldades no mercado de trabalho aliou-se o forte aumento do custo da habitação, com um crescimento muito superior ao dos rendimentos dos jovens adultos. Especificamente, tal como assinala um recente artigo do Banco de Espanha,<sup>14</sup> os preços da habitação registaram uma evolução acumulada de cerca de 27% (em termos nominais) entre o início de 2014 e o final de 2018, valores que contrastam com a queda dos rendimentos dos jovens referida anteriormente.<sup>15</sup>

### Idade média na qual os jovens se tornam independentes



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

20 e 39 anos aumentou de 69,3% para 79,3% (com um máximo de 82% em 2013-2014). No entanto, as diferenças institucionais no tipo de estado de bem-estar social permitem acomodar de maneira diferente estas forças latentes que afetam o conjunto das economias avançadas: como é possível observar no sexto gráfico, os jovens dos países escandinavos – onde existe um contexto mais favorável à emancipação – continuam a tornar-se independentes em idades mais precoces.<sup>19</sup>

Em segundo lugar, existem três importantes dinâmicas económicas subjacentes que contribuíram provavelmente para as mudanças no comportamento dos jovens adultos: a globalização, a transformação tecnológica e o aumento da participação da mulher no trabalho. Como já foi discutido noutros casos,<sup>16</sup> nas últimas décadas a globalização e as mudanças tecnológicas favoreceram a transformação do emprego em direção as relações profissionais menos estáveis (ou seja, com um maior aumento do número de contratos de curta duração e de trabalhadores por conta própria)<sup>17</sup> e premiaram a consecução de um maior nível de escolaridade.<sup>18</sup> Assim, estes fenómenos incentivam o adiar da emancipação e a formação de famílias, dado que requerem um maior tempo de dedicação à educação e repercutem numa maior incerteza ao nível da estabilidade dos futuros rendimentos. Por sua vez, destaque também para o papel do aumento da participação das mulheres no trabalho: em Espanha, entre 2002 e 2018, a taxa de participação das mulheres com idades compreendidas entre os

11. Os dados sobre os rendimentos dos novos jovens adultos nos EUA também são muito ilustrativos: enquanto o estudante universitário médio que entrou no mercado de trabalho nos anos 90 alcançou um aumento salarial acumulado de 50% entre os 23 e 28 anos, o aumento acumulado para os que entraram no mercado de trabalho em 2008 foi de 25%.

12. De acordo com o Inquérito à População Ativa do 1T 2019, em Espanha, a faixa etária dos 20 aos 39 anos conta com uma taxa de desemprego de 17%, com uma fração de desempregados de longa duração de 36%, sendo a percentagem de empregados dos 20 aos 39 anos com contrato temporário de 37%.

13. Ver Kahn, L. B. (2010). «The long-term labor market consequences of graduating from college in a bad economy». *Labour Economics*, 17(2), 303-316.

14. Alves, P. e A. Urtaşun (2019). «Evolución reciente del mercado de la vivienda en España». *Boletim Económico* 02/2019, Banco de Espanha.

15. Ver o artigo «Como mudaram os jovens adultos as suas decisões de consumo e poupança?» neste Dossier para uma análise sobre o acesso à habitação dos jovens espanhóis.

16. Ler os artigos «A economia do *sharing* e o mercado de trabalho» na IM07/2018, «Os benefícios e os custos da globalização» IM09/2018, e «Ensinar a aprender: a educação perante a mudança tecnológica» na IM05/2017.

17. Na UE, os denominados «empregos contingentes» representam cerca de 20% dos trabalhadores com idades entre os 15 e os 64 anos. Ver De Groen, W. e Maselli, I. (2016). «The impact of the collaborative economy on the labour market». CEPS Working Papers.

18. Por exemplo, segundo mostram os dados dos EUA, enquanto em 1980 os rendimentos semanais médios dos assalariados com título universitário eram 40% superiores aos dos trabalhadores com educação secundária, em 2018 já atingiam os 80%.

19. Os países escandinavos destacam-se por fornecer um pacote completo de medidas para facilitar a emancipação e a fecundidade (com a combinação de ajudas financeiras, licenças flexíveis de maternidade e paternidade e uma oferta de serviços para cuidados infantis), bem como a conhecida «flexigurança» do seu mercado de trabalho: uma legislação de trabalho muito flexível, mas com subsídios de desemprego relativamente generosos e um forte apoio a políticas ativas para facilitar uma reintegração bem-sucedida no mercado de trabalho.

## O que é que vai acontecer no futuro?

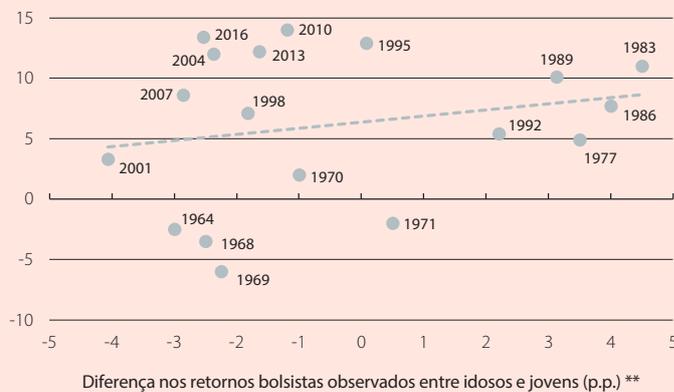
Num contexto económico como o atual, de crescimento sustentado e melhoria do mercado de trabalho, os fatores cíclicos que retiveram as decisões dos novos jovens adultos devem perder força. Possivelmente, a exceção será a tomada de riscos. Vários estudos<sup>20</sup> mostram que a tomada de riscos das famílias está fortemente relacionada com as experiências vividas (situação que ilustramos no último gráfico), razão pela qual é provável que a experiência da crise financeira anterior acarrete uma menor preferência por ativos financeiros de maior risco. Por outro lado, as forças subjacentes, como a secularização ou as transformações económicas, vão continuar muito presentes. Neste sentido é provável que tanto a emancipação como a paternidade e a maternidade continuem a ocorrer em idades mais avançadas. Além disso, também é provável continuar a observar uma maior diversidade no tipo de famílias e, de forma particular, um menor número de casamentos. Por exemplo, num estudo de 2011, a OCDE<sup>21</sup> prevê que em 2030 as famílias monoparentais poderão representar entre 20% e 30% das famílias com crianças em países como a Alemanha, EUA ou o Japão (15%, 24% e 6,5% em 1990, respetivamente). Da mesma forma, este estudo também indica que em 2030 entre 30% e 40% das famílias nos principais membros da OCDE poderiam ser formadas por uma única pessoa.

No caso de Espanha, as projeções do INE em termos de agregados familiares sugerem que, entre 2018 e 2033, a criação de famílias será mais dinâmica do que na última década, mas inferior à da fase de expansão anterior. Em particular, o INE projeta que serão criadas cerca de 1,8 milhões de novas famílias (um aumento de 9,6%), entre as quais as famílias mais pequenas irão ganhar maior peso. Especificamente, em 2033, as famílias monoparentais representarão 28,8% da totalidade (25,4% em 2018), enquanto a proporção de famílias com três ou mais membros vai diminuir de 44,2% em 2018 para 39,6% em 2033. Por último, tendo em conta este contexto não é de surpreender que as previsões mais recentes do Eurostat indiquem que a fecundidade vai permanecer abaixo da taxa de substituição de 2,1 filhos por casal nas principais economias da Zona Euro.

Para acomodar estas tendências subjacentes, as medidas que devem ser tomadas ultrapassam o âmbito das políticas sociais. De forma particular, facilitar a emancipação e, ao mesmo tempo, torná-la compatível com os jovens que atingem o nível de escolaridade desejada e que se podem incorporar ao mercado de trabalho não é apenas uma questão de possuir uma vasta gama de bolsas ou de empréstimos para financiar os seus estudos. Esta transição também é favorecida por políticas que facilitam a transição da etapa educativa para a inserção no mercado de trabalho (por exemplo, através de programas de formação dual que combinam a formação educativa com a participação em atividades produtivas)<sup>22</sup> ou que reduzam as fontes de instabilidade profissional dos jovens, como a elevada dualidade do mercado de trabalho.<sup>23</sup> Além disso, em relação à fecundidade, vários estudos indicam que medidas específicas como a licença de paternidade melhoram a probabilidade de ter um segundo filho e reduzem o risco de separação.<sup>24</sup> No entanto, também é essencial promover um contexto no qual seja possível combinar a vida profissional das mulheres e dos homens com os cuidados da família (por exemplo, com uma oferta de serviços para cuidados infantis) e fornecer uma rede de proteção contra as flutuações dos rendimentos familiares: não existindo, a experiência histórica demonstra que a insegurança económica atrasa a formação de famílias e reduz a fecundidade.<sup>25</sup> Acomodar as forças que estão por trás das mudanças demográficas descritas anteriormente é um desafio para as políticas públicas, mas também para o conjunto da sociedade, pois as empresas e os trabalhadores também desempenham um papel fundamental na decisão dos seus modelos organizacionais. Facilitar a reconciliação familiar, promover a educação e o emprego e, definitivamente, promover a fecundidade, ajuda a atenuar os efeitos do envelhecimento da população e cria benefícios que, desde o incentivo ao crescimento económico até à melhoria da sustentabilidade do regime de pensões, repercutem-se no conjunto da sociedade.

### EUA: experiências vividas e participação na bolsa

Diferença na participação na bolsa entre os mais idosos e os jovens (p.p.) \*



Notas: \* Fração de famílias que possuem ativos em bolsa (mais de 65 anos - menos de 45 anos).

\*\* Retorno real do S&P 500 (média dos 50 anos anteriores - média dos 20 anos anteriores).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Survey of Consumer Finance elaborado pela Fed.

20. Ver Malmendier, U. e Nagel, S. (2011). «Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking?». The Quarterly Journal of Economics, 126(1), 373-416.

21. OCDE (2011). «The future of families to 2030: projections, policy challenges and policy options».

22. Ver Bentolila, S., Cabrales, A. e Jansen, M. «The Impact of Dual Vocational Education on the Labor Market Insertion of Youth: Evidence from Madrid», FEDEA.

23. Ver Becker, S. O., Bentolila, S., Fernandes, A. e Ichino, A. (2010). «Youth emancipation and perceived job insecurity of parents and children». Journal of Population Economics, 23(3), 1047-1071.

24. Ver Vono de Vilhena e Oláh (2017). «Family Diversity and its Challenges for Policy Makers in Europe». Discussion Paper.

25. Ver Chabé-Ferret, B. e Gobbi, P. (2018). «Economic uncertainty and fertility cycles: The case of the post-WWII baby boom», CEPR Discussion Paper.

## Como mudaram os jovens adultos as suas decisões de consumo e poupança?

### Consumo: menor capacidade de despesa e mudanças nos hábitos de consumo

Os jovens adultos (dos 20 aos 39 anos) em Espanha e Portugal foram mais afetados do que os restantes grupos demográficos devido a um contexto económico mais volátil e pelos efeitos da Grande Recessão. Assim, em Espanha o consumo das famílias já atingiu em média níveis praticamente idênticos aos da pré-crise, uma situação que não ocorreu com os jovens.

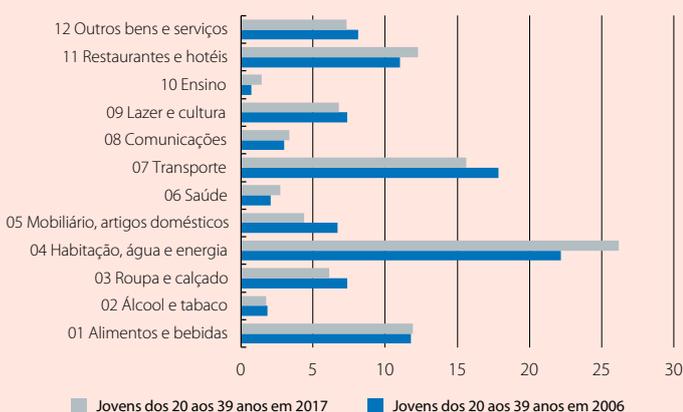
Especificamente, de acordo com o inquérito aos orçamentos familiares de Espanha, a despesa média anual por família da população total foi, em 2017, 4% inferior à de 2006 (em termos nominais). Por outro lado, se nos concentrarmos nas famílias de jovens adultos, a sua despesa média anual foi 11% inferior em 2017 (30.751 euros em 2006 em comparação com 27.293 euros em 2017).

Os hábitos de consumo dos jovens adultos também variaram:

- **A rubrica em que os jovens adultos mais reduziram as suas despesas em termos relativos foi no transporte** (privado e público, incluindo despesas de manutenção e reparação): a sua percentagem em relação à sua despesa total desceu 2,3 p.p. entre 2006 e 2017. A principal razão para esta quebra assenta no facto de que a percentagem de famílias jovens adultas que tiveram despesas relacionadas com viaturas próprias caiu de 25% em 2006 para 13% em 2017 (pelo contrário, a despesa média em automóveis que cada família jovem adulta dedicou a esta rubrica permaneceu praticamente inalterada). Em grande medida, isto reflete uma mudança nas preferências dos jovens para formas de transporte mais económicas e sustentáveis.
- **Por sua vez, a rubrica em que os jovens adultos mais aumentaram a sua despesa em termos relativos foi a habitação** (+4,0 p.p. entre 2006 e 2017). Este aumento é explicado quase na sua totalidade pelo aumento da despesa agregada destinada ao aluguer<sup>1</sup> por parte dos jovens adultos. Por um lado, a percentagem de famílias de jovens adultos que viviam em casos alugados aumentou 17 p.p. entre 2006 e 2017 (de 28,4% para 45,4%). Por outro lado, entre os jovens que alugavam casas, a sua despesa média com os alugueres aumentou 19% entre 2006 e 2017.
- **Por sua vez, os alugueres imputados<sup>2</sup> (habitação em propriedade) caíram 44% entre 2006 e 2017 para o grupo de jovens adultos.** Neste caso, a percentagem de famílias jovens com habitação em propriedade desceu 17 p.p. entre 2006 e 2017 (de 71,6% para 54,6%), tendo também descido ligeiramente a despesa média nesta rubrica (7%).

### Espanha: composição da despesa anual por grupo de idade e ano

Percentagem da despesa anual (%)

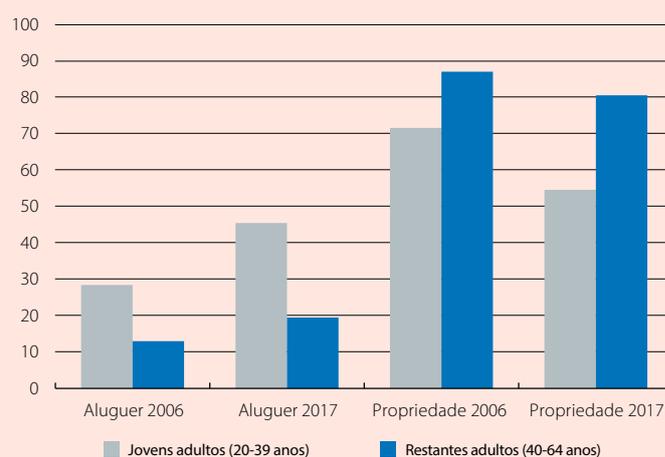


**Nota:** Classificação de acordo com a ECOICOP (European Classification of Individual Consumption by Purpose).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do inquérito aos orçamentos familiares (EPF) em Espanha.

### Espanha: habitação em propriedade versus aluguer

Percentagem de famílias (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do inquérito financeiro às famílias (EFF) do INE espanhol.

1. Para calcular esta despesa, focamo-nos apenas em alugueres com preço de mercado. Por outro lado, quando verificamos a percentagem de jovens que vivem em casas alugadas, também incluímos o aluguer social.

2. Valor do aluguer de uma habitação em propriedade. Estima-se com o cálculo do que um inquilino pagaria pelo mesmo alojamento, considerando elementos como a localização, as infraestruturas da zona, etc., bem como o tamanho e a qualidade da habitação.

## Os jovens adultos e a habitação ao pormenor: da compra ao aluguer

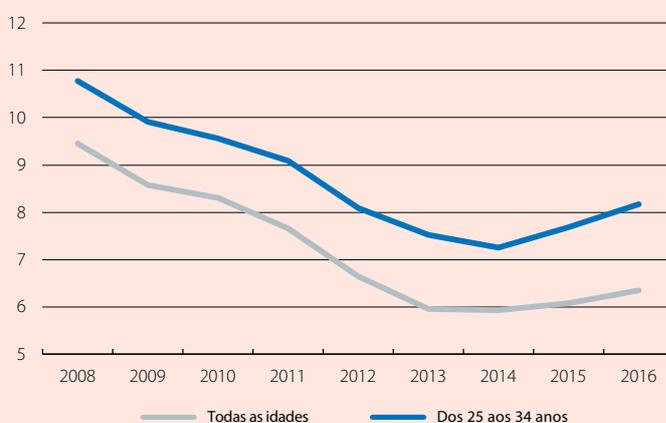
Os fatores que explicam o menor peso da habitação em propriedade a favor do aluguer entre os jovens adultos são de cariz económico e sociológico

### ► Fatores económicos:

- Os jovens adultos foram o grupo mais afetado pela crise. A queda dos rendimentos médios anuais dos jovens após a crise foi particularmente forte. A este elemento é preciso acrescentar que as condições de trabalho dos jovens não foram favoráveis ao nível do acesso à habitação em propriedade. É verdade que os indicadores de trabalho em termos agregados têm melhorado a partir de 2014, mas continuam a ser particularmente frágeis para este grupo, tal como mostra a taxa de desemprego de 17% dos jovens adultos (20-39 anos) no 1T 2019 ou o crescimento muito contido dos salários.
- O crescimento anémico dos salários dificulta o acesso a habitação própria, num contexto de recuperação robusta dos preços da habitação. Por exemplo, o esforço económico que os jovens com idades compreendidas entre os 25 e os 34 anos devem fazer para pagar uma habitação aumentou significativamente entre 2014 e 2016. Embora o esforço em 2016 tenha sido menor do que antes da crise, é preciso ter em conta que as condições de acesso ao crédito hipotecário são agora mais exigentes do que no ciclo de expansão anterior. Por exemplo, as famílias precisam de poupar uma quantia significativa de dinheiro para aceder ao crédito hipotecário, como mostra o facto de a proporção de empréstimos com um *loan-to-value*<sup>3</sup> ratio acima dos 80% representar 13,1% dos créditos hipotecários concedidos no 1T 2019 (17% em 2006). O montante de entrada inicial para a compra de habitação – que em 2016, segundo o Observatório da Emancipação, alcançou em média os 45.192 euros, ou seja, 2,5 vezes mais do que o rendimento médio anual de uma pessoa com idade compreendida entre os 25 e os 34 anos – constitui hoje em dia uma barreira significativa.<sup>4</sup>

### Espanha: rácio de acessibilidade à habitação

Rácio entre o preço de uma habitação média espanhola (93,75 m<sup>2</sup>) e os rendimentos médios brutos por trabalhador



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do inquérito anual à estrutura salarial do INE espanhol.

- A diferença em termos de esforço económico para o acesso à habitação em propriedade dos jovens com idades compreendidas entre os 25 e os 34 anos em relação ao número total de trabalhadores aumentou desde 2014, dado que a recuperação dos salários não chegou ao coletivo jovem. Especificamente, o lucro médio bruto por trabalhador aumentou 1,3% em Espanha entre 2014 e 2016, mas diminuiu 3,8% para os jovens entre os 25 e os 34 anos.
- A fiscalidade também teve influência devidos às alterações fiscais introduzidas em 2013, que eliminaram as deduções no IRPF (IRS espanhol) para o investimento em habitação e reduziram a rubrica fiscal que favorecia a compra em relação ao aluguer.

### ► Fatores sociológicos:

- Ocorreu uma mudança nas preferências dos jovens a favor de um estilo de vida mais flexível e independente (a maior mobilidade geográfica e profissional poderá ser um fator subjacente importante).
- Além disso, a tendência para adiar decisões vitais, como a idade da emancipação ou formar uma família, também os faz adiar a decisão de comprar uma habitação.

3. É o quociente entre o valor da hipoteca e o valor da habitação adquirida. A média em Espanha para novas operações é de 65%.

4. Ver Muñoz Fernández A. G. (2017). «Juventud y mercado de la vivienda en España: análisis de la situación». Revista dos Estudos da Juventude, n.º 116.

## Situação financeira dos jovens adultos: menos poupança e mais dívidas

O número de famílias com um cabeça da família jovem adulto (20 aos 39 anos) que em 2014<sup>5</sup> adquiriu instrumentos de poupança e investimento foi menor do que o número de famílias adultas com idades compreendidas entre os 40 e os 60 anos (ver a tabela em anexo para mais informação). Pelo contrário, existia um maior número de famílias de jovens adultos com dívidas contraídas. É possível observar diferenças substanciais entre as famílias jovens com habitação própria e as que não possuem. Isto deve-se ao facto de a compra de habitação ser a decisão financeira mais importante tomada por um agregado familiar, tanto devido ao seu valor, como também porque representa o principal instrumento de acumulação de riqueza ao atuar como mecanismo de poupança.

- **Ativos:** uma percentagem mais elevada de famílias de jovens adultos com habitação própria possuía instrumentos de rendimento variável e fundos de pensões em 2014, em comparação com as famílias de jovens adultos que não possuíam habitação própria. Isto sugere que as famílias jovens sem habitação própria possuem uma menor capacidade de poupança, dado que são precisamente as famílias jovens sem habitação própria que normalmente têm menores rendimentos.

- **Passivos:** a percentagem de famílias sem habitação própria que contraíram algum tipo de dívida não hipotecária em 2014 foi de 35,6%, um valor relativamente elevado (embora ligeiramente inferior a 40% em 2005) e bastante semelhante à apresentada pelas famílias adultas com idades compreendidas entre os 40 e os 60 anos sem habitação própria (41,6%). Assim, mais de um terço dos jovens que não possuem uma habitação própria têm outro tipo de necessidades financeiras que os fazem contrair empréstimos, tanto através de créditos ao consumo como por intermédio de créditos para realizar atividades económicas (como trabalhadores independentes e empreendedores).

### Espanha: situação financeira das famílias jovens em 2014

Percentagem das famílias sobre a totalidade de famílias com essas características para cada faixa etária \*

	Idade	Total	Sem habitação em propriedade	Com habitação em propriedade
<b>Ativos</b>				
Rendimento variável	20-39	5,9	3,5	7,2
	40-60	11,1	9,4	11,5
Fundos de investimento	20-39	2,7	2,7	2,7
	40-60	6,5	4,4	7
Fundos de pensões	20-39	22,6	12,7	28,1
	40-60	38,4	22,2	41,9
<b>Passivos</b>				
Algum tipo de dívida	20-39	69,0	35,6	87,6
	40-60	62,1	41,6	66,6
Dívida hipotecária	20-39	50,1	–	79,4
	40-60	35,5	–	43,2

*Nota:* \* Por exemplo, 3,5% das famílias com idades compreendidas entre os 20 e os 39 anos sem habitação em propriedade possuíam ativos de rendimento variável, enquanto 7,2% das famílias com idades compreendidas entre os 20 e os 39 anos com habitação em propriedade detinham ativos de rendimento variável.

*Fonte:* BPI Research, com base nos dados do inquérito financeiro às famílias (EFF) de 2014.

5. Dados do inquérito financeiro às famílias (EFF) de 2014, último inquérito disponível.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

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

