

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2019



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

ECONOMIA INTERNACIONAL

Alemanha: porque é que a locomotiva europeia está a perder força?

ECONOMIA PORTUGUESA

Taxa de poupança das famílias portuguesas em mínimos... até que ponto nos devemos preocupar?

ECONOMIA ESPANHOLA

Analisando a competitividade da economia espanhola: parte I

DOSSIER: DINHEIRO E CRIPTOMOEDAS NA NOVA ECONOMIA DIGITAL

*Blockchain e criptomoedas:
bem-vindos ao novo paradigma digital*

Libra, a criptomoeda do Facebook

A política e-monetária da nova economia digital

Os bancos enfrentam as novas formas de dinheiro

INFORMAÇÃO MENSAL**Outubro 2019**

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

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

Javier Garcia-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de setembro de 2019

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS****10 ECONOMIA INTERNACIONAL**

13 *Alemanha: porque é que a locomotiva europeia está a perder força?*

17 ECONOMIA PORTUGUESA

19 *Taxa de poupança das famílias portuguesas em mínimos... até que ponto nos devemos preocupar?*

22 ECONOMIA ESPANHOLA

24 *Analisando a competitividade da economia espanhola: parte I*

27 DOSSIER: DINHEIRO E CRIPTOMOEDAS NA NOVA ECONOMIA DIGITAL

27 *Blockchain e criptomoedas: bem-vindos ao novo paradigma digital*

29 *Libra, a criptomoeda do Facebook*

31 *A política e-monetária da nova economia digital*

33 *Os bancos enfrentam as novas formas de dinheiro*

Dinheiro digital

O mundo dos pagamentos está a viver uma verdadeira revolução. Há alguns anos era difícil encontrar um estabelecimento onde pudesse pagar um café com um cartão de débito ou crédito, e uma transferência bancária no mesmo país poderia demorar dias. Hoje em dia podemos pagar um café com o telemóvel ou com o relógio e aquelas transferências que antes demoravam vários dias, são feitas agora numa questão de segundos.

O que ainda não podemos fazer é pagar o café com *bitcoins*. E não é de admirar. Tal como acontece com muitas outras, esta criptomoeda não pode ser considerada dinheiro. Não é amplamente aceite e nem sequer – devido à sua volatilidade – pode servir como uma unidade de conta ou reserva de valor. A sua utilização, limitada, concentra-se principalmente em fins especulativos ou atividades ilegais.

É por isso que as novas propostas de dinheiro digital surgiram com mecanismos para tentar estabilizar o seu valor. Por exemplo, é esse o objetivo que pretende o consórcio liderado pelo Facebook mediante a utilização da libra. Se adquirir uma libra (quando for emitida, se acabar por acontecer), a associação que a gere investirá os euros que entregar em ativos muito seguros (como títulos do Tesouro) denominados em várias moedas. Assim, o valor das libras em euros variará, mas apenas na medida em que o preço do euro variar em comparação com as outras moedas incluídas no cabaz de investimentos.

Propostas como a libra possuem um maior potencial de serem adotadas de forma mais significativa. Além da vantagem de um preço mais estável, os seus promotores possuem uma extensa base de utilizadores – mais de 2.000 milhões de pessoas só no caso do Facebook – e uma capacidade tecnológica indiscutível. Este potencial colocou um bom número de reguladores e bancos centrais em alerta desde que o projeto foi lançado.

As autoridades reguladoras realçaram os riscos que a libra pode implicar se se tornar num veículo de pagamento sistémico a nível mundial. Por exemplo, entre outros, riscos para a estabilidade financeira decorrentes da possibilidade de que os investimentos supostamente seguros que apoiam a emissão da moeda percam valor, podendo resultar em levantamentos em massa de depósitos em libras. Por outro lado, existem dúvidas sobre a capacidade que teria um operador para garantir a conformidade com os regulamentos contra a lavagem de dinheiro e outras atividades ilegais. Finalmente, existe o receio de que o Facebook possa abusar da sua posição dominante nas redes sociais para promover a adoção da libra contra outras alternativas.

Todos os elementos referidos anteriormente destacam a importância de um operador deste tipo não operar na ausência de regulação. As regras do jogo devem ser claras desde o início e oferecer um quadro concorrencial equilibrado. Entre outras coisas, as mesmas deverão exigir ao operador estar sujeito a requisitos de capital e liquidez, como também a todas as regras contra a lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo (obrigação de identificar clientes, controlar transações e relatar atividades suspeitas).

Entre os riscos envolvidos na adoção em massa de dinheiro digital emitido pelos novos operadores está também o da desintermediação bancária. Referimo-nos à possibilidade da existência de uma transferência maciça de depósitos para dinheiro digital e que, consequentemente, os bancos comerciais tenham menos recursos para oferecer crédito e que o mesmo encareça. É apenas um risco antigo: perder negócios se um concorrente os fizer melhor. A solução é a mesma de sempre: estar consciente das necessidades dos clientes e inovar constantemente para lhes oferecer a melhor proposta de valor.

Outra questão pode passar por uma proposta para que os bancos centrais emitam moedas digitais. Nalguns casos, é sugerido que a moeda digital sirva para que todos tenham acesso a uma conta no próprio banco central a partir da qual possam gerir cobranças e pagamentos. Isto poderia colocar o atual sistema monetário em cheque. Já nos anos trinta do século passado, alguns economistas defendiam a separação das atividades de gestão de pagamentos e de concessão de empréstimos (o fim da banca de reserva fracionada). Agora, as novas tecnologias permitiram o seu ressurgimento. Pelas mesmas razões que não tiveram sucesso naquela época – porque não servem para evitar crises financeiras, podendo inclusivamente propiciá-las – é improvável que tenham sucesso agora.

Cronologia

SETEMBRO 2019

- 1 Os EUA aplicam um aumento das taxas aduaneiras a 112.000 milhões de dólares para importações chinesas e a China impõe taxas a cerca de 2.000 produtos norte-americanos.
- 12 O BCE anuncia um novo pacote de estímulo, com um corte de 10 p. b. na taxa de juro da facilidade de depósito (-0,50%), um esquema de *tiering* e o reatamento das compras líquidas de ativos (20.000 milhões mensais).
- 18 A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 25 p.b., para o intervalo de 1,75%-2,00%.
- 20 A agência de notação S&P eleva o rating de Espanha de A- para A.

JULHO 2019

- 16 Com base na proposta do Conselho Europeu, o Parlamento Europeu elege Ursula von der Leyen como presidente da Comissão Europeia.
- 24 Boris Johnson substitui Theresa May como primeiro-ministro britânico.
- 31 A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 25 p. b., para o intervalo de 2,00%-2,25%.

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.

AGOSTO 2019

- 1 Os EUA anunciam um novo aumento das taxas aduaneiras a 300.000 milhões de dólares de importações chinesas que ainda não tinham sido taxadas.
- 5 Os EUA culpam a China de ser um «manipulador de moedas» depois do Banco Central da China ter deixado que o yuan desvalorizasse para níveis que não eram observados desde 2008.
- 23 A China anuncia a imposição de taxas aduaneiras a 75.000 milhões de dólares de importações norte-americanas.

JUNHO 2019

- 7 Theresa May demite como líder do Partido Conservador no Reino Unido mas mantém-se como primeira-ministra «interina» até à eleição de um novo líder no final de julho.
- 30 Donald Trump e Xi Jinping decidem retomar as negociações comerciais entre os EUA e a China após o seu encontro na cimeira do G-20.

ABRIL 2019

- 10 A UE prolonga o *Brexit* até 31 de outubro de 2019.
- 28 Realizam-se eleições legislativas em Espanha.

Agenda

OUTUBRO 2019

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 4 Portugal: *rating* DBRS.
- 10 Portugal: comércio internacional (agosto).
- 11 Espanha: IPC (setembro).
- 15 Espanha: contas financeiras (2T).
- 17-18 Conselho Europeu.
- 18 Portugal: indicadores coincidentes de atividade (setembro).
- 21 Portugal: créditos e depósitos (agosto).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 24 Espanha: inquérito à população ativa (3T).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 29-30 Comité Monetário da Fed.
- 30 Espanha: evolução do IPC (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
EUA: PIB (3T).
- 31 Espanha: evolução do PIB (3T).
Zona Euro: PIB (3T).

NOVEMBRO 2019

- 5 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 6 Portugal: emprego (3T).
- 8 Portugal: comércio internacional (setembro).
- 14 Espanha: IPC (outubro).
Portugal: evolução do PIB (3T).
Japão: PIB (3T).
- 21 Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 28 Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Espanha: evolução do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 29 Portugal: evolução do IPC (novembro).

Haverá recessão? Sim ou não?

Se está a ler este artigo com a expectativa de saber o que vai acontecer em menos de 30 segundos, por favor, pare. Sentir-se-á dececionado. Se consultou este artigo a partir do LinkedIn ou do Twitter, é melhor retroceder e continuar a ler as manchetes. Ou, se ainda lê a *Informação Mensal* romanticamente e à moda antiga em formato de papel, feche-a e procure outra revista.

Vivemos na era dos tweets. Na era das mensagens curtas, fortes e sem reservas. E é desta forma que, nós economistas, estamos constantemente obrigados a pronunciar-nos. *Haverá recessão, sim ou não?* Esta é a questão do momento. Quando caímos na tentação de responder nestes termos, sem refletir a verdadeira incerteza que nos rodeia, a única coisa que conseguimos fazer é danificar a pouca reputação que resta à nossa maravilhosa profissão. A realidade é muito complexa, e o momento no qual a economia global se encontra hoje em dia é a prova disso.

Após um verão em que muitas capitais tomaram decisões políticas preocupantes, e muitas vezes desconcertantes, setembro foi o mês dos dados macroeconómicos cinzentos, que confirmam que a economia global – e especialmente a dos principais países – está a entrar numa desaceleração significativa. «Desaceleração significativa», um conceito um tanto ou quanto enigmático que precisa de ser esclarecido e pontualizado.

«Desaceleração significativa» representa coisas muito diferentes, dependendo do país ao qual nos referimos. Na China, isto significa passar de um crescimento de 6,6% em 2018 para 6,0% em 2019. Nos EUA refere-se a uma redução no crescimento de dimensões semelhantes, mas de níveis mais baixos, de 2,9% em 2018 para 2,2% em 2019. Nos dois casos, a desaceleração deve ser descrita como significativa. Mesmo assim, o ritmo de crescimento que os dois países mantêm também é significativo. E, em função da dimensão na qual a ênfase é colocada, na desaceleração do crescimento ou no ritmo que ainda mantêm, a mensagem difere de forma... Significativa!

Na Europa, onde o ponto de partida foi mais frágil e os indicadores parecem mais sombrios, «desaceleração significativa» significa que o crescimento vai passar de 1,9% para 1,0% este ano. Para avaliar adequadamente estes números, é bom lembrar que a capacidade de crescimento a médio prazo da Zona Euro é claramente inferior à da China e à dos EUA (devido à sua menor capacidade de inovação e, consequentemente, pela sua menor produtividade e demogra-

fia). De facto, o crescimento esperado para este ano não está longe do estimado para a Zona Euro a médio prazo.

Aliás, o mesmo não aumentará com uma política monetária mais relaxada ou com estímulos fiscais que consigam apenas alavancar a procura a curto prazo.

Em parte, a desaceleração é consequência da maior maturidade do ciclo económico na qual as principais economias se encontram. Intuitivamente: era mais fácil crescer quando a taxa de desemprego era elevada e muitas pessoas procuravam emprego. No entanto, atualmente em países como os EUA e a Alemanha, onde a taxa de desemprego se encontra em valores mínimos históricos, é cada vez mais difícil expandir a produção devido às dificuldades na contratação de novos trabalhadores.

Contudo, esperava-se que a entrada na fase madura do ciclo provocasse apenas uma ligeira desaceleração do crescimento. As principais economias não apresentam desequilíbrios macroeconómicos ou financeiros significativos, o que geralmente faz com que os ciclos de expansão terminem de forma brusca. No entanto, nos últimos trimestres – para além das idiosincrasias de cada país – entraram em cena dois fatores globais que estão a fazer com que a desaceleração seja mais acentuada do que o previsto: a guerra comercial entre os EUA e a China e a crise no setor industrial, principalmente no setor automóvel (além disso, a Europa está a ser afetada pela incerteza criada em torno da situação política no Reino Unido). Embora o impacto destes fatores sobre o resto da economia não seja pequeno, não tem porque acabar numa recessão global. Isto reflete-se nas previsões do BPI Research para os próximos anos.

No entanto, para que esta previsão seja cumprida, as mensagens que recebemos devem ser suficientemente ricas em detalhes para distinguir o que acontece nas diferentes áreas da economia. Há vários meses que atravessamos uma forte desaceleração do comércio global e um forte declínio nos indicadores do setor industrial, com a confiança dos consumidores e do setor dos serviços mantendo-se em níveis positivos. Porém, estes dados começaram a obscurecer, situando-se em níveis menos confortáveis. É revelador que esta situação esteja a ser acompanhada por um aumento espetacular de pesquisas pela palavra «recessão» no Google, atingindo níveis semelhantes aos da Grande Recessão que ocorreu em 2009. Estará o conjunto da sociedade a tornar-se muito pessimista? A realidade não cabe num tweet.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	1,50	1,75
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,65	1,68	1,90
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,70	1,83	2,20
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,65	1,85	2,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,80	2,00	2,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,25
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,45	-0,45	-0,25
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,43	-0,43	-0,20
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,15
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,35	-0,35	-0,05
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,30	-0,30	0,05
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,80	-0,40	-0,10
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,45	0,10	0,67
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,09	0,31	0,71
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	0,07	0,50	0,95
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,35	0,90	1,37
Prémio de risco	11	184	110	117	80	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,03	0,56	1,13
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	0,21	0,79	1,34
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	1,00	1,52
Prémio de risco	19	362	149	147	85	90	85
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,10	1,15	1,21
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	116,85	121,90	128,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	106,23	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,91	0,90	0,89
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,83	0,78	0,73
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	60,0	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	54,5	53,5	52,1

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
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	3,0	3,2	3,4
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,4	2,2	1,7	1,4	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,2	1,6	1,8
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,0	1,1	1,3
Alemanha	1,6	1,1	2,5	1,6	0,4	0,7	1,6
França	2,0	0,6	2,3	1,7	1,3	1,4	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	0,7	0,7
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,4	1,8	1,6	1,6
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Japão	1,5	0,4	1,9	0,8	1,1	0,5	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,1	1,1	1,5
Países emergentes	6,5	5,2	4,8	4,5	3,9	4,4	4,5
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,0	5,8	5,7
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	5,7	6,1	6,0
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	1,0	1,8	2,1
México	2,4	2,1	2,1	2,0	0,6	1,4	2,1
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,1	1,9	1,8
Turquia	5,4	4,8	7,4	3,1	-1,3	2,5	3,1
Polónia	4,0	3,2	4,9	5,2	3,8	2,9	2,4
África do Sul	4,4	1,8	1,5	0,7	0,5	1,8	1,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,5	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,0	2,0
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,1	1,2	1,7
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,3	1,3	1,8
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,4	1,8
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,7	1,0	1,5
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,5	0,8	1,1
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,8	1,2	1,7
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,3	1,2
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,9	1,9	2,1
Países emergentes	6,8	5,8	4,3	4,8	4,8	4,7	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,5	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,6	4,5	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,2	3,2	3,0	3,2
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,9	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	4,9	4,2	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	13,0	10,0
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,5	2,5
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	4,6	5,4	5,3

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

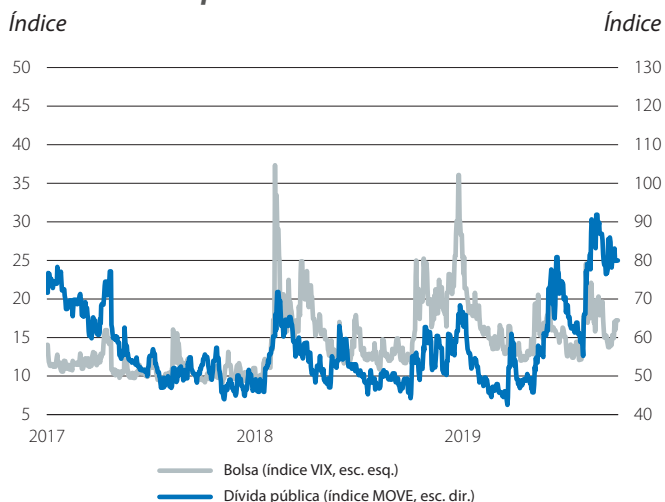
Os bancos centrais assumem as rédeas

Os mercados fecham com tranquilidade um trimestre turbulento. Após um verão volátil, afetado pelas quedas nas bolsas e pelas descidas nas taxas de juro soberanas, setembro caracterizou-se por uma recuperação nos mercados financeiros. Os principais catalisadores para esta melhoria foram o anúncio formal do reatamento das negociações comerciais entre os EUA e a China e as medidas acomodáticas dos principais bancos centrais (com um corte nas taxas de juro por parte da Fed e um novo pacote de estímulo pelo BCE). Assim, a aversão ao risco, que prevaleceu em grande parte nos meses de julho e agosto, deixou de pressionar a maioria dos ativos e desencadeou uma recuperação prudente das bolsas de valores e das taxas de juro soberanas. Apenas na parte final do mês, a ocorrência de vários eventos geopolíticos específicos (como os ataques com drones à maior refinaria da Arábia Saudita) e a publicação de alguns indicadores económicos algo decepcionantes, principalmente na Zona Euro, alimentaram o nervosismo dos mercados que permanecem suscetíveis a declarações políticas, mensagens dos bancos centrais e incertezas sobre a desaceleração da economia global.

A Fed reduz as taxas de juro em resposta às fontes de risco. Na sua reunião de setembro, a instituição monetária dos EUA decidiu reduzir as taxas de juro em 25 p. b. (para 1,75%-2,00%), tendo apoiado a sua decisão em pressões inflacionistas contidas e na persistência de riscos sobre o cenário (principalmente, a incerteza relacionada com as negociações comerciais entre os EUA e a China e o abrandamento da atividade global). Tal como aconteceu na reunião de julho, a decisão não foi unânime: os presidentes da Fed regional de Kansas e Boston votaram para manter as taxas de juro, enquanto a Fed de St. Louis defendeu um corte de 50 p. b. Esta divisão também se refletiu na trajetória das taxas de juro previstas para os próximos trimestres: especificamente, o denominado *dot plot* mostra que 7 dos seus membros sugerem um novo corte antes do fim do ano, enquanto os restantes 10 estão divididos entre mantê-las ou aumentá-las novamente. Em termos de cenário macroeconómico, tanto a descrição do cenário económico como as novas projeções de atividade para o próximo ano permaneceram favoráveis e sem alterações significativas, embora os membros da Fed tivessem destacado uma certa debilidade no investimento privado e no setor externo. Por outro lado, a Fed de Nova Iorque fez várias injeções de liquidez no sistema interbancário, pela primeira vez em mais de 10 anos, devido ao aumento das taxas de juro interbancárias a curto prazo. A drenagem gradual das reservas que os bancos norte-americanos depositam na Fed, devido à redução do tamanho do balanço da Reserva Federal nos últimos meses, provocou tensões de liquidez nos dias em que as empresas tiveram que enfrentar as obrigações fiscais.

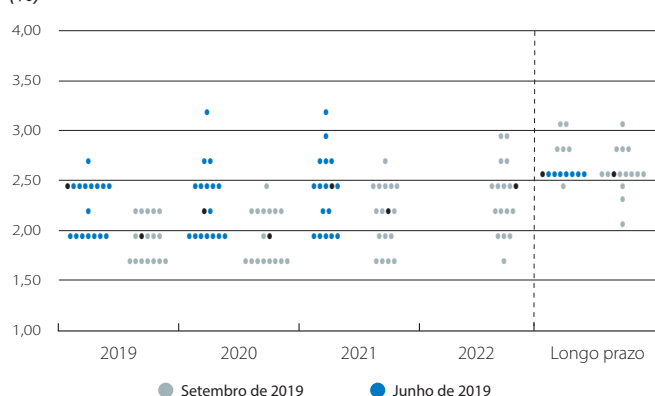
O BCE relança o estímulo monetário. Em resposta a um cenário económico mais atribulado na Zona Euro, na sua última reunião o BCE formalizou o novo programa de estímulo monetário anunciado na reunião de julho. As novas medidas consistiram

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

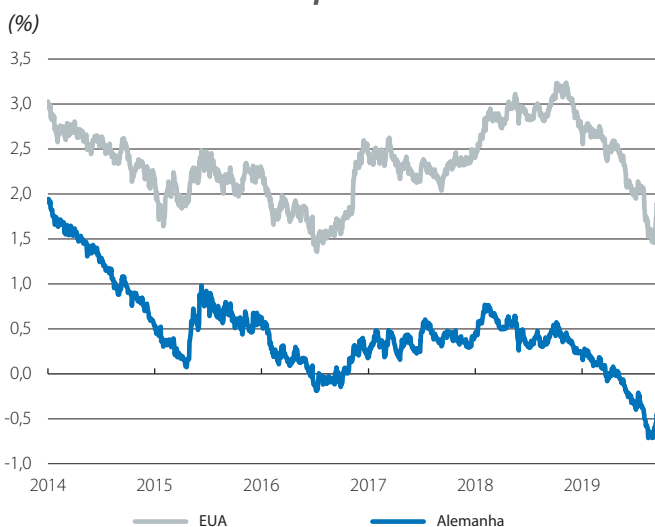
Reserva Federal: evolução esperada das taxas de juro (%)



Nota: Cada ponto representa um membro com direito a voto do Comité Monetário da Reserva Federal. O membro mediano está marcado a preto.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

num corte na taxa de juro da facilidade de depósito de 10 p. b. (para -0,50%) e no reatar das compras líquidas de ativos (que terminaram em dezembro do ano passado) a partir de novembro a um ritmo mensal de 20.000 milhões de euros. Além disso, para reduzir os possíveis efeitos adversos da extensão do contexto de taxas de juro baixas no sistema financeiro, o BCE melhorou a atratividade das injeções de liquidez (TLTRO-III) – estendendo o prazo e reduzindo o seu custo – e anunciou um sistema de *tiering* (apenas uma parte do excesso de liquidez depositado no BCE fica sujeita à taxa de depósito). Finalmente, o BCE não sugeriu uma data indicativa para o final do programa (como tinha feito em ocasiões anteriores) e sugeriu que o contexto de taxas de juro baixas vai prevalecer até se começar a ver sinais claros de recuperação da taxa de inflação. No entanto, algumas decisões (como as compras de ativos) não tiveram o apoio unânime do Conselho do BCE e algumas informações chegaram a relacionar este facto com a demissão de Sabine Lautenschläger, alguns dias depois.

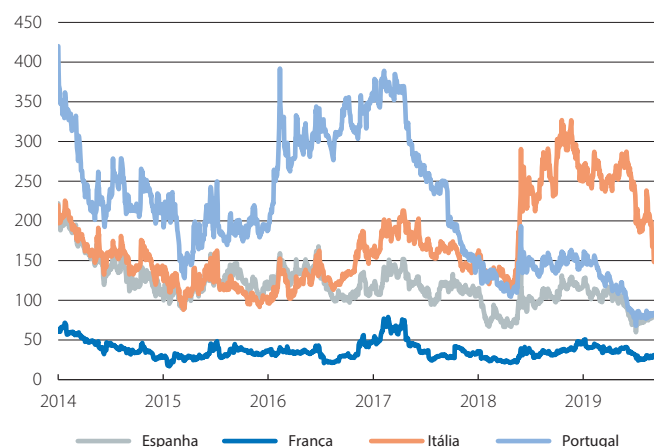
Aumento das taxas de juro soberanas. Embora os bancos centrais tenham adotado uma tendência mais flexível, as cotações financeiras refletiram as expectativas por parte dos investidores de um maior estímulo. Assim, em resposta às reuniões da Fed e do BCE, as taxas de juro soberanas recuperaram da queda registada no verão, com aumentos de até 17 p. b. nos EUA e de 13 p. b. na Alemanha. No entanto, as taxas de juro permanecem nos valores mais baixos dos últimos anos, enquanto os prémios de risco na periferia da Zona Euro desceram fortemente. Para estas situações também contribuíram a melhoria na avaliação da nota de crédito de Espanha e de Portugal por parte da agência de *rating* Standard & Poor's de Espanha (aumento do *rating* de A- para A no caso espanhol, enquanto o *rating* português manteve-se estável em BBB, mas com uma perspetiva de melhoria) e a aceitação positiva por parte dos investidores em relação à nova coligação governamental em Itália.

As bolsas recuperam após o verão. Às decisões dos bancos centrais aliou-se uma tendência mais conciliadora nas tensões comerciais entre os EUA e a China, que contrastou com a escalada ocorrida em agosto. Estas circunstâncias, num mês sem grandes notícias empresariais, favoreceram a recuperação do apetite pelo risco e das principais bolsas das economias desenvolvidas e emergentes, que fecharam o mês com aumentos generalizados (S&P 500 dos EUA, +1,7%, Eurostoxx 50 +4,2% e MSCI Emergentes +1,7%).

As tensões geopolíticas aumentam o preço do petróleo. O ataque com drones à maior refinaria da Arábia Saudita, que danificou cerca de 50% da capacidade produtiva do país, causou um aumento acentuado, mas breve, do preço do petróleo em setembro. Inicialmente o medo de uma possível queda na oferta provocou um encarecimento do barril de 20%, colocando-o acima dos 68 dólares. No entanto, as declarações do governo saudita a garantir uma rápida recuperação da capacidade produtiva e a extensa disponibilidade de reservas de petróleo nos EUA e nas economias mais avançadas acalmaram os ânimos dos investidores e favoreceram a descida dos preços para níveis em torno dos 60 dólares.

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

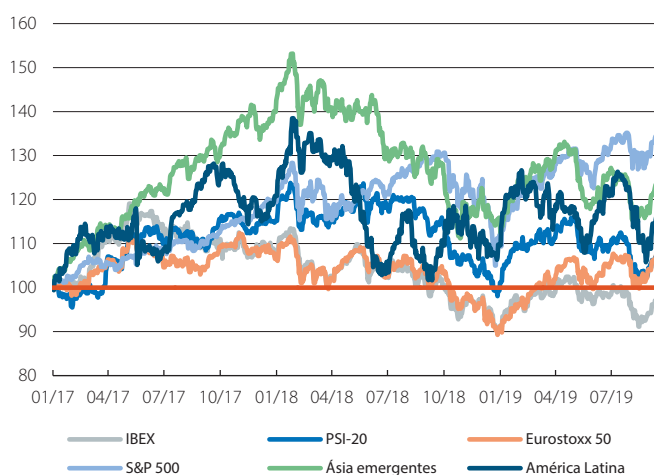
(p. b.)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2017)



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

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,42	-0,43	2	-10,9	-10,1
Euribor 12 meses	-0,33	-0,38	5	-21,3	-17,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,68	-0,85	17	-11,3	-7,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,77	-0,93	16	-15,6	-22,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,57	-0,70	13	-81,3	-104,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,15	0,11	4	-127,1	-138,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,16	0,13	4	-156,1	-174,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,00	2,25	-25	-50,0	-25,0
Libor 3 meses	2,10	2,14	-4	-70,9	-30,0
Libor 12 meses	2,04	1,97	7	-96,2	-88,2
Dívida pública a 1 ano	1,74	1,76	-2	-85,1	-82,9
Dívida pública a 2 anos	1,62	1,50	12	-86,6	-119,7
Dívida pública a 10 anos	1,66	1,50	17	-102,0	-141,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	48	7	-33,4	-12,1
Itraxx Financeiro Sénior	64	62	3	-44,3	-21,2
Itraxx Financeiro Subordinado	139	135	5	-89,0	-34,1

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,090	1,098	-0,8	-5,0	-5,9
EUR/JPY (ienes por euro)	117,800	116,830	0,8	-6,4	-10,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,887	0,904	-1,9	-1,3	-0,1
USD/JPY (ienes por dólar)	108,080	106,280	1,7	-1,5	-5,1

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	387,6	387,2	0,1	-5,3	-6,7
Brent (\$/barril)	60,8	60,4	0,6	13,0	-28,5
Ouro (\$/onça)	1.472,4	1.520,3	-3,2	14,8	23,8

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.976,7	2.926,5	1,7	18,7	1,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.569,5	3.426,8	4,2	18,9	4,5
Ibex 35 (Espanha)	9.244,6	8.812,9	4,9	8,3	-1,7
PSI 20 (Portugal)	4.973,8	4.887,6	1,8	5,1	-6,4
Nikkei 225 (Japão)	21.755,8	20.704,4	5,1	8,7	-10,3
MSCI emergentes	1.001,0	984,3	1,7	3,6	-4,3

Os riscos persistem, num contexto de desaceleração global

Moderação da atividade global no 3T. Num contexto de fontes significativas de incerteza geopolítica, que se intensificaram durante o verão, os diferentes indicadores publicados no último mês confirmaram a desaceleração da atividade económica mundial no 3T 2019. Isto reflete-se em indicadores de atividade como o PMI (Global Sentiment Index), que em agosto se situou num nível contido (51,3 pontos, ligeiramente abaixo dos dados de julho). Por componentes, o índice das indústrias permaneceu abaixo do limite de 50 pontos (49,5), em zona de contração, enquanto o índice dos serviços se manteve acima dos 50 pontos (51,8), mas aproximando-se deste limite. Neste sentido, no mês passado reduzimos ligeiramente as nossas previsões de crescimento global no BPI Research para 2019 e 2020: agora em 3,0% e 3,2%, respetivamente, menos 2 décimas do que o previsto antes do verão.

Jogo duplo na guerra comercial que mantêm os EUA e a China. Os EUA impuseram, no início de setembro, a primeira ronda de taxas aduaneiras anunciada em agosto, e a China fez o mesmo para as importações norte-americanas. Especificamente, os EUA aplicaram taxas de 15% para 112.000 milhões de importações chinesas – sendo esta a primeira ronda dos 300.000 anunciados – e a China impôs taxas aduaneiras entre 5% e 10% a cerca de 2.000 produtos norte-americanos. Apesar destas medidas representarem uma escalada protecionista, em setembro também ocorreram alguns acontecimentos com uma tendência mais construtiva em termos comerciais: os EUA e a China concordaram reatar as negociações em outubro. Os EUA anunciaram o adiamento de algumas taxas aduaneiras sobre as importações chinesas e a China retirou 16 produtos norte-americanos da sua lista. Neste sentido, é de esperar que ambas as partes possam alcançar um acordo de mínimos. Contudo, a incerteza já afetou o sentimento económico e não é certo que um eventual acordo seja estável a médio prazo. Assim, a confiança afetada apenas será restaurada de forma gradual e os efeitos negativos das tensões comerciais sobre a atividade económica vão continuar durante 2019 e ao longo de 2020.

Na Europa, o Brexit não dá tréguas, enquanto diminuiu a incerteza política em Itália. No Reino Unido, tudo faz indicar que é pouco provável que ocorra um *hard-Brexit* no final de outubro. A razão é que a Câmara dos Comuns aprovou uma lei que exige uma nova extensão do *Brexit* se não for alcançado um acordo com a UE antes de 19 de outubro. Além disso, a suspensão do Parlamento do país até 14 de outubro foi anulada pelo Tribunal Supremo, o que reforça o cenário de extensão no final de outubro. No entanto, não se descarta uma saída sem acordo e eleições que possam resultar num novo Parlamento

Crescimento do PIB

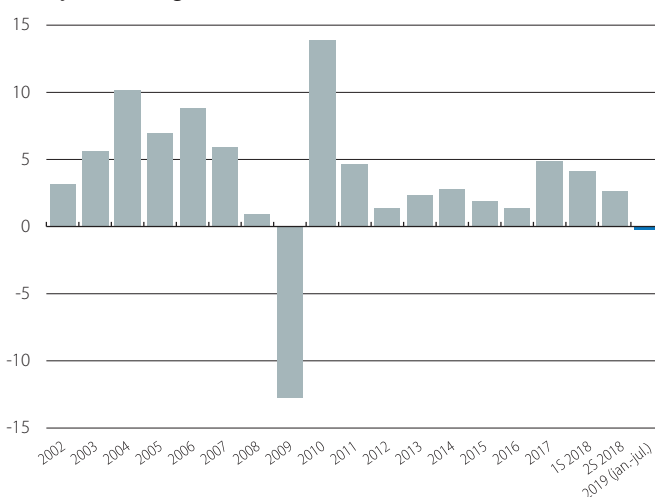
Variação anual (%)

	2018	2019		2020	
	Dado	Previsão atual	Previsão em janeiro de 2019	Previsão atual	Previsão em janeiro de 2019
Mundial	3,6	3,0	3,5	3,2	3,5
Países desenvolvidos	2,2	1,7	2,0	1,4	1,8
Estados Unidos	2,9	2,2	2,3	1,6	1,9
Zona Euro	1,9	1,0	1,8	1,1	1,7
Países emergentes	4,5	3,9	4,5	4,4	4,6
China	6,6	6,0	6,2	5,8	6,0

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

Comércio internacional de bens

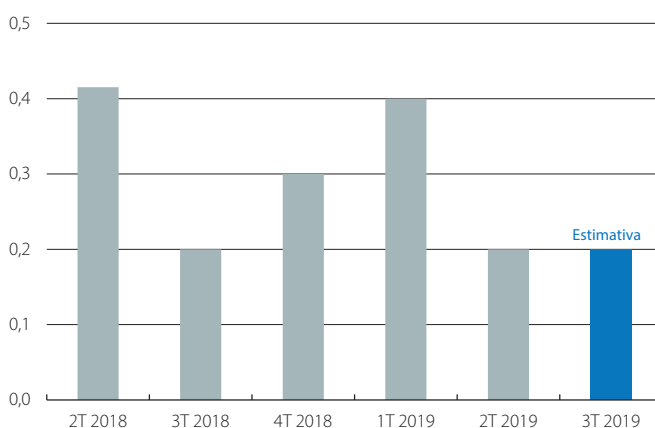
Variação homóloga em volume (%)



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

Zona Euro: estimativa do PIB do 3T do CEPR-Eurocoin

Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do modelo do CEPR-Eurocoin para a estimativa do 3T 2019.

com uma maioria pró-Brexit que poderia apoiar esta opção. Por outro lado, em Itália, e após o colapso do governo em agosto, a aliança entre o Movimento 5 Estrelas e o Partido Democrata permitiu a formação de um novo governo no mês passado, com uma coligação que reduz os riscos de confronto com a UE no domínio fiscal. No entanto, esta situação não altera drasticamente o cenário macroeconómico de Itália, com indicadores que permanecem pouco animadores.

EUROPA

A debilidade continua a ser a tônica geral na Zona Euro. Os indicadores de atividade da Zona Euro continuam a sugerir um crescimento da atividade muito contido. Assim, o modelo de previsão em tempo real do Banco de Itália prevê que o PIB da Zona Euro registe um aumento discreto de 0,2% em cadeia no 3T, o mesmo valor do trimestre anterior e claramente abaixo do crescimento de 2017 (0,6%). Este dado sugere que a moderação da atividade que a Zona Euro vive desde 2018 vai continuar no segundo semestre de 2019. Por países, destaque para a debilidade da Alemanha. Assim, a produção industrial da Alemanha sofreu uma nova queda acentuada em julho (-5,3% homólogo), contrastando com as variações relativamente modestas nas restantes principais economias da região. Na mesma linha, o indicador IFO da atividade comercial na Alemanha entrou em colapso em julho e agosto.

Incerteza comercial e choque no setor automóvel no centro da desaceleração europeia. A incerteza criada pelo conflito comercial entre os EUA e a China é um dos elementos que poderia estar a impactar negativamente na atividade europeia. Contudo, outros elementos idiossincráticos, como o choque setorial da indústria automóvel, também estão por trás da desaceleração europeia. Tudo isto é especialmente acentuado no caso da economia alemã, onde o PIB deverá cair no 3T do ano (ver o artigo «Alemanha: porque é que a locomotiva europeia está a perder força?» nesta edição da *Informação Mensal*). Neste contexto, na sua reunião de setembro, o BCE apresentou um cenário macroeconómico mais fraco, com reduções nas previsões de crescimento e inflação. Especificamente, para 2019 o crescimento esperado pelo BCE é de 1,1% (menos uma décima do que as previsões de junho) e, para 2020, de 1,2% (menos duas décimas). Na mesma linha, a taxa de inflação geral prevista será de 1,2% em 2019 e 1,0% em 2020, menos 1 e 4 décimas do que a projetada há alguns meses, e claramente inferior à meta do BCE (~2%). Assim, na reunião, o BCE apresentou um novo programa de estímulo monetário com os ingredientes esperados pela maior parte dos analistas: redução da taxa de juro de facilidade de depósitos, o reatamento da compra de ativos líquidos, um *tiering* em duas fases e a melhoria da atratividade do TLTRO-III (consulte a secção de Mercados Financeiros para obter mais detalhes sobre as medidas monetárias).

Alemanha: índice IFO de atividade empresarial

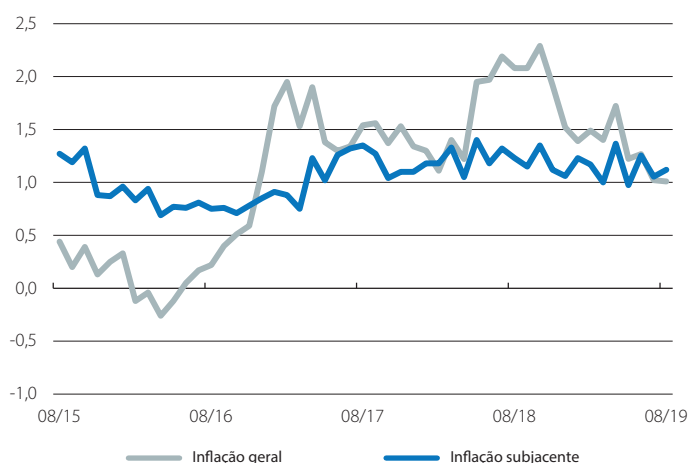
Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto IFO.

Zona Euro: IPC *

Variação homóloga (%)

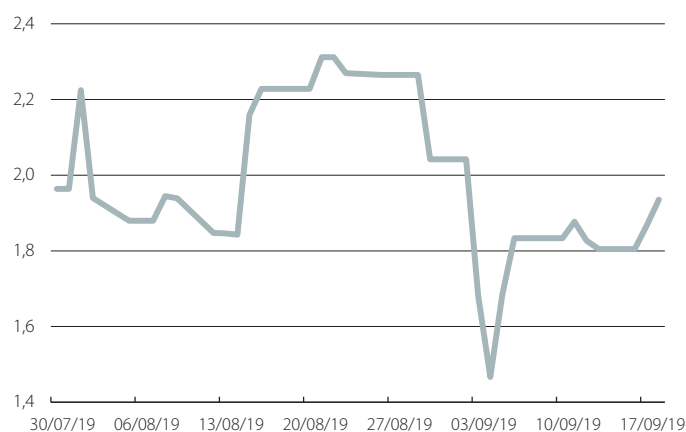


Nota: * Os dados correspondem ao IPCH.

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

EUA: estimativa do PIB do 3T da Fed de Atlanta *

Variação em cadeia anualizada (%)



Nota: * Alteração da estimativa à medida que vão aparecendo indicadores de atividade fundamentais.

Fonte: BPI Research, a partir do modelo de Nowcasting da Fed de Atlanta (GDP Now).

ESTADOS UNIDOS

Os dados da atividade continuam a sugerir um crescimento considerável, apesar do conflito comercial e do início da investigação para uma possível destituição de Trump. Os modelos de previsão do PIB das várias reservas federais situam o crescimento do PIB do 3T em torno de 2,0% em cadeia anualizados (ou seja, em níveis semelhantes aos do 2T). De facto, trata-se de um crescimento próximo ao potencial que atribuímos à economia dos EUA. Neste contexto, uma nova escalada das tensões comerciais e as novas medidas protecionistas são riscos significativos para a atividade económica do país. No entanto, algumas possíveis medidas de estímulo fiscal durante 2020 (ano de eleições), bem como a nova redução da taxa de juro decidida pela Fed na reunião de setembro, podem compensar alguns destes elementos perturbadores. Especificamente, a instituição monetária do país reduziu a taxa de juro de referência em 25 p. b. para o intervalo de 1,75%-2,00%, argumentando o contexto de riscos globais, dado que manteve praticamente inalterado o seu quadro de perspectivas macroeconómicas: crescimento de cerca de 2,0% e sem um aumento das pressões inflacionárias à primeira vista.

EMERGENTES

A economia chinesa continua a desacelerar o que fará com que as autoridades continuem a estimular a economia. Os principais indicadores de atividade da China desaceleraram em agosto. Especificamente, o crescimento da produção industrial caiu ligeiramente para 4,4% (4,8% em julho), o registo mais baixo dos últimos 17 anos, enquanto as vendas a retalho também desceram, com um crescimento homólogo de 7,5% (7,9% em julho), afetadas pela queda nas vendas de automóveis (-8,1% homólogo). Na mesma linha, as exportações caíram 1,0% homólogo, influenciadas pelo conflito comercial e pela desaceleração global. Estes dados sugerem que a economia chinesa continua a desacelerar, podendo este menor crescimento ser superior ao previsto há alguns meses. Neste contexto, o executivo do país está a apoiar a economia com várias medidas, como algumas destinadas a aumentar o investimento em infraestruturas. Especificamente, foi anunciado um aumento na participação de títulos emitidos por empresas locais para financiar projetos de investimento em infraestruturas. Um apoio que vai continuar ao longo dos próximos trimestres.

O PIB da Turquia contraiu menos do que o esperado no 2T. No 2T 2019 o PIB caiu 1,5% homólogo, um valor inferior ao previsto porque a contribuição do setor externo foi significativamente maior do que a dos trimestres anteriores, tendo compensado largamente o agravamento da procura interna. Os dados indicam que o ajustamento macroeconómico está a ser efetuado com intensidade, principalmente na sua dimensão externa: no 2T, o saldo da balança corrente foi positivo, +0,1% do PIB, situação que não ocorria desde 2002. No entanto, as perspectivas imediatas continuarão a ser afetadas pela contração da procura interna.

EUA: IPC

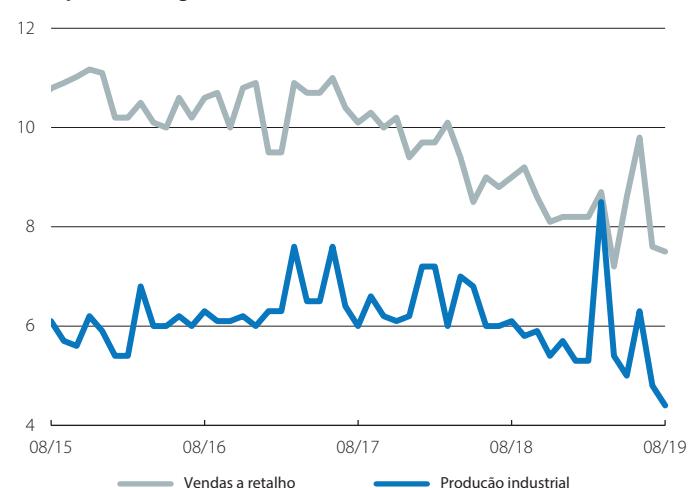
Variação homóloga (%)



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

China: indicadores de atividade

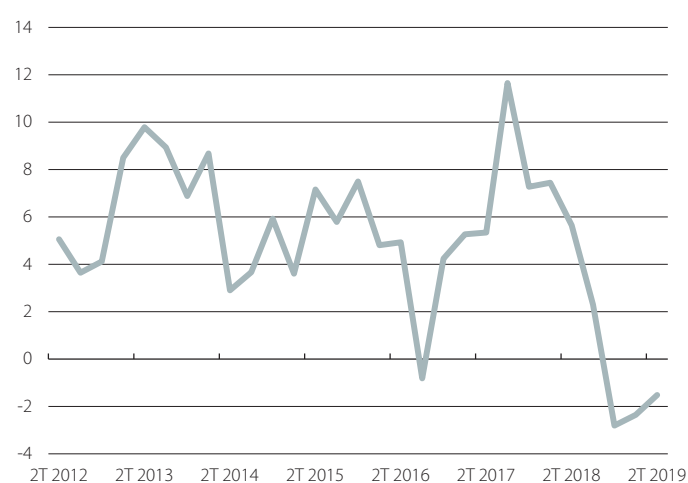
Variação homóloga (%)



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

Turquia: PIB

Variação homóloga (%)



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

Alemanha: porque é que a locomotiva europeia está a perder força?

Após crescer 2,8% em 2017, a Alemanha desacelerou acentuadamente em 2018 e, nos últimos quatro trimestres, o crescimento anual registou apenas uma média exígua de 0,8%. De facto, no 2T o crescimento situou-se em terreno negativo e tudo indica que esta tendência se manteve no 3T, o que significa a entrada em recessão técnica. A seguir analisamos o porquê.

A desaceleração alemã

Dois choques adversos – um global e um setorial – atingiram a economia alemã.

- **O aumento da incerteza a nível global** (após o conflito comercial entre os EUA e a China, mas também devido às tensões na Europa como o *Brexit* ou as desavenças entre Itália e a Comissão Europeia) causou uma desaceleração do comércio internacional que afetou as exportações alemãs (desaceleração média de 3,0 p.p. nos últimos quatro trimestres em comparação com o primeiro semestre de 2018). Além disso, a deterioração do setor industrial foi significativa, em grande parte devido a uma elevada dependência externa (59% das indústrias alemãs são exportadoras, de acordo com os dados da OCDE), deixando a Alemanha mais exposta a mudanças no ciclo industrial global.
- A sensibilidade dos setores externo e industrial da Alemanha à procura global é bem ilustrada pelo facto de que o início da desaceleração do **crescimento das exportações e da produção industrial coincidiu com a desaceleração do crescimento dos principais parceiros comerciais**, seguindo uma evolução semelhante (ver o segundo gráfico). Assim, a desaceleração do PIB dos seus principais parceiros explica 70% da desaceleração das exportações e um terço da queda na produção industrial.

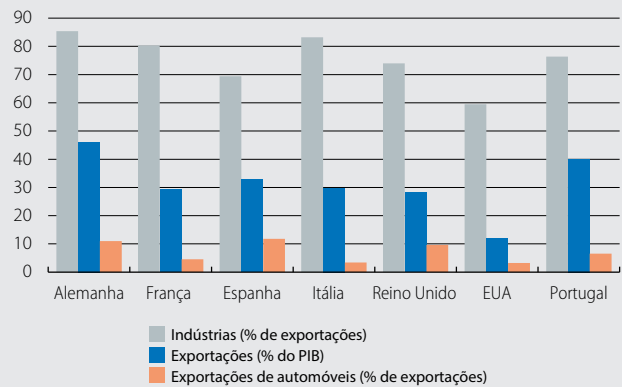
Quando analisamos as exportações alemãs para os seus principais parceiros comerciais no decorrer deste ano (ver o terceiro gráfico), observamos que **as contrações mais significativas** ocorreram em duas economias afetadas especialmente pela elevada incerteza: o **Reino Unido e Itália**.¹ No caso do Reino Unido, a acumulação de existências no 1T para fazer face a um possível *Brexit* sem acordo explica a queda homóloga de 20% nas exportações alemãs em abril e maio.

- **Ao mesmo tempo, outro choque afetou o setor automóvel, que representa 5% do PIB alemão** e o facto de ser o setor industrial mais interligado aos restantes setores. Especificamente, os ajustamentos de produção para se adaptar às novas regulamentações de emissões de automóveis que entraram em vigor na UE em setembro de 2018 e uma diminuição na procura global de automóveis (em grande parte

1. No caso de Espanha, a queda no setor automóvel, afetado por mudanças regulamentares no setor, é a causa principal: 20% das exportações alemãs para Espanha são de automóveis (e respetivas componentes), sendo que as mesmas caíram 9,3% homólogo no acumulado de janeiro a junho.

Importância das indústrias e do automóvel no setor externo

(%)



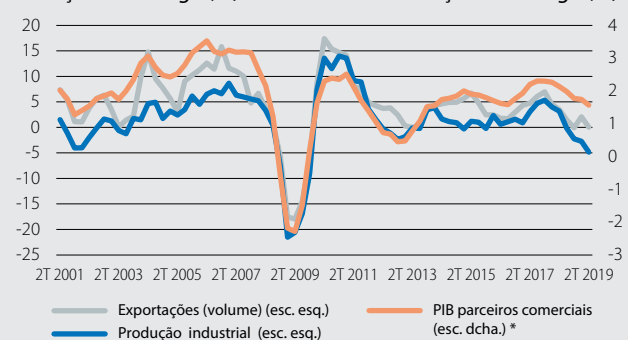
Nota: Dados de 2018. As exportações são de bens (excluímos os serviços).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Mundial e do «World Factbook».

Alemanha: exportações e PIB dos seus parceiros comerciais

Variação homóloga (%)

Variação homóloga (%)



Nota: * Média ponderada do crescimento do PIB dos principais parceiros comerciais da Alemanha.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, Oxford Economics e do Gabinete de Estatística Federal da Alemanha.

devido a uma atitude de *wait and see* por parte dos consumidores devido à incerteza regulamentar e à expectativa de carros híbridos e elétricos mais baratos graças aos avanços tecnológicos) causaram uma queda significativa na produção de veículos e nas exportações de carros alemães, que representam 11% da totalidade das exportações da Alemanha, bem acima da maior parte das economias da Zona Euro.

- **Por sua vez, o consumo e o investimento estão a desacelerar nos últimos trimestres, embora a um ritmo muito mais ligeiro** do que o setor externo (por exemplo, o consumo privado cresceu 0,3% em cadeia nos dois primeiros trimestres de 2019 em comparação com os 0,4% de 2017-2018 e o investimento cresceu 0,4% no primeiro semestre de 2019 em comparação com 1,0% em 2017-2018). Assim, apesar da procura interna continuar a ser resiliente graças ao dinamismo do mercado de trabalho e às condições financeiras acomodáticas, se estes choques persistirem durante mais tempo do que o previsto, poderíamos começar a ver uma desaceleração mais acentuada destas componentes.

Porquê a Alemanha?

- A Alemanha é uma economia muito mais aberta do que as restantes principais economias europeias e mais integrada nas cadeias de valor globais. Portanto, a incerteza global penaliza-a em maior medida. As evidências históricas mostram que o grau de sensibilidade das exportações a um *choque* de incerteza global de dimensões idênticas ao desencadeado nos últimos meses é claramente maior na Alemanha do que noutras economias como França, Espanha ou Portugal. Os resultados mostram que **o impacto negativo é muito maior nas exportações alemãs** sendo significativo neste caso concreto (ver o quarto gráfico).
- O setor industrial alemão está mais orientado para o exterior do que as restantes economias da Zona Euro, razão pela qual é o mais afetado pela desaceleração das exportações. As evidências históricas mostram que, na Alemanha, uma desaceleração nas exportações transmite-se com maior intensidade para a atividade industrial (ver o quinto gráfico).
- Outro fator, um pouco mais subtil, é que **Alemanha está numa fase mais madura do ciclo de expansão**, ou seja, o seu crescimento provavelmente diminuirá. Alguns indicadores do mercado de trabalho apoiam esta visão: por exemplo, **o rácio de vagas** que mostra que a pressão no mercado de trabalho é muito maior na Alemanha (3,3%) do que em países como França (1,3%), Itália (1,2%), Espanha (0,9%) ou Portugal (1,0%). Outro indício da maturidade do ciclo é o crescimento salarial, mais acentuado na Alemanha (3,2% no 2T 2019, em comparação com 2,7% no conjunto da Zona Euro).

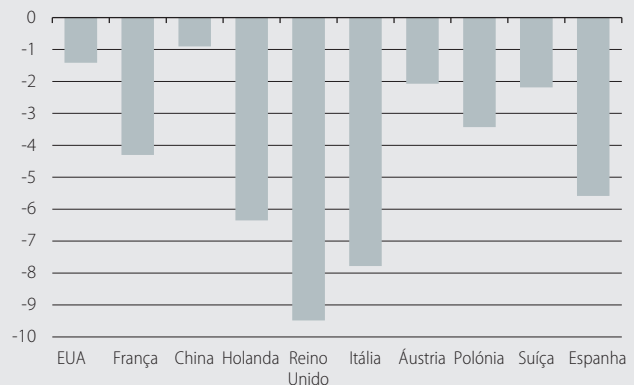
Perspetivas: e de agora em diante?

- A incerteza em torno dos conflitos geopolíticos não dá sinais de desaparecer a curto prazo, razão pela qual **a economia alemã vai continuar a mostrar debilidade até ao fim do ano**. Um elemento que deve ser considerado é que, de acordo com as nossas previsões, **o crescimento dos parceiros comerciais alemães estabilizará**, podendo resultar numa recuperação modesta nas exportações nos próximos trimestres.
- A relativa resiliência da procura interna e a força de um mercado de trabalho em pleno emprego (a taxa de desemprego de 3,0% está em valores mínimos históricos), sugerem que se a incerteza atenuar, a Alemanha recuperará a partir de 2020.
- Se for necessário, a Alemanha possui margem fiscal para um estímulo importante (de acordo com o ministro das Finanças, pode chegar a 50.000 milhões de euros, 1,4% do PIB). Com um saldo fiscal que pode fechar 2019 com um superavit de cerca de 1,0% do PIB, a Alemanha possui uma margem suficiente para aumentar os investimentos que apoiam não só o crescimento a curto prazo, como também a competitividade da economia a médio e longo prazo. Por exemplo, através de melhorias importantes em infraestruturas chave e no apoio à transição energética do setor industrial e automóvel, em particular.

(Veja uma versão mais extensa deste artigo em bancobpi.pt)

Alemanha: exportações para os 10 primeiros parceiros comerciais

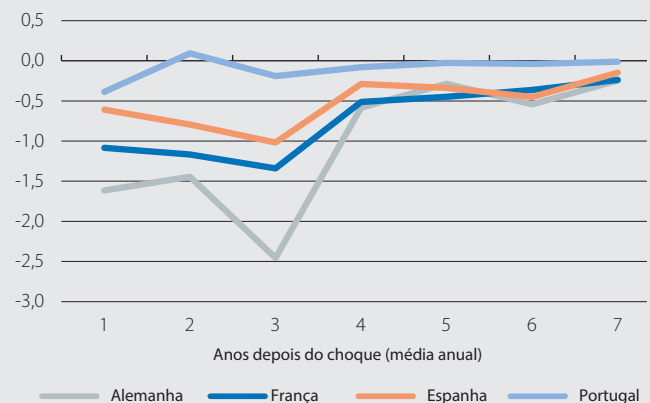
Variação homóloga (janeiro-maio 2019, %)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Direção de Estatísticas de Comércio (DOTS) do FMI.

Resposta do crescimento das exportações a um choque de incerteza global

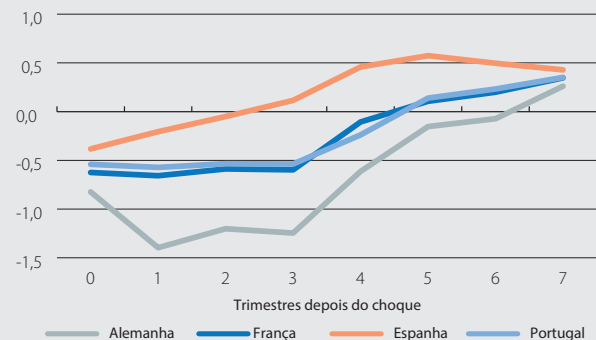
(p.p.)



Nota: * É estimado um vetor autorregressivo de sexta ordem que inclui dados trimestrais do índice de incerteza global da Baker, Bloom e Davis, o deflator mundial do PIB para bens exportados e o crescimento homólogo das exportações do país. Simulamos um choque exógeno que aumenta a incerteza global em 100 pontos (o aumento observado entre o 3T 2018 e o 2T 2019 em comparação com os dois primeiros trimestres de 2018).

Resposta do crescimento da produção industrial a um choque adverso sobre as exportações

(p.p.)



Nota: É estimado um vetor autorregressivo de sexta ordem que inclui dados trimestrais sobre o crescimento das exportações, PMI das indústrias, crescimento da produção industrial e PMI dos serviços (para Portugal não incluímos os PMI, pois não existem). Choque sobre o crescimento das exportações de desvio padrão médio (equivalente a uma desaceleração de 3,0 p.p., que é observado na Alemanha). O impacto é significativo em 95% para todos os países nos primeiros trimestres.

Fonte: BPI Research.

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

ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Atividade									
PIB real	2,4	2,9	3,1	2,5	2,7	2,3	–	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,5	4,7	5,4	3,4	3,4	3,6	3,8	4,1	4,2
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	132,6	133,6	125,8	128,3	124,3	135,8	134,2
Produção industrial	2,3	3,9	5,0	4,0	2,9	1,2	1,1	0,5	0,4
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,8	59,7	56,9	55,4	52,2	51,7	51,2	49,1
Habitações iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.234	1.185	1.213	1.256	1.233	1.215	1.364
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	212	214	215	216	216	216	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,4	3,9	3,8	3,8	3,9	3,6	3,7	3,7	3,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,4	60,6	60,7	60,6	60,6	60,7	60,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,4	–2,9	–3,0	–3,0	–3,1	–3,1	–3,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	2,6	2,2	1,6	1,8	1,6	1,8	1,7
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,2	2,4

JAPÃO

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Atividade									
PIB real	1,9	0,8	0,1	0,3	1,0	0,8	–	–	...
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	43,4	42,8	41,3	39,5	38,7	37,8	37,1
Produção industrial	2,9	1,0	–0,1	0,5	–1,1	–1,2	–2,2	–1,1	–2,0
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	19,0	19,0	12,0	7,0	–	–	5,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,5	–0,1	0,1	–0,2	–0,3	–0,5	–0,5	–0,6	–0,6
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	1,1	0,9	0,3	0,8	0,7	0,6	0,2
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5

CHINA

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Atividade									
PIB real	6,8	6,6	6,5	6,4	6,4	6,2	–	–	...
Vendas a retalho	10,3	9,0	9,0	8,3	8,5	8,5	9,8	7,6	7,5
Produção industrial	6,6	6,2	6,0	5,7	6,4	5,6	6,3	4,8	4,4
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	51,1	49,9	49,7	49,6	49,4	49,7	49,5
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	420	352	349	352	381	396	396	413	422
Exportações	7,9	9,9	11,7	4,0	1,2	–1,0	–1,3	3,3	–1,0
Importações	16,3	15,8	20,4	4,4	–4,5	–4,0	–7,3	–5,4	–5,6
Preços									
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	2,3	2,2	1,8	2,6	2,7	2,8	2,8
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,8	6,6	6,8	6,9	6,8	6,8	6,9	6,9	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabalho, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Instituto Nacional da Estatística do Japão, Banco do Japão, 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	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,5	1,6	1,3	1,6	2,5	2,0	2,8	2,2	...
Produção industrial (variação homóloga)	3,0	0,9	0,5	-2,0	-0,5	-1,3	-2,4	-2,0	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-5,1	-6,4	-7,0	-7,0	-7,2	-6,6	-7,1
Sentimento económico	110,1	111,2	110,9	108,8	106,0	104,1	103,3	102,7	103,1
PMI indústrias	57,4	55,0	54,3	51,7	49,1	47,7	47,6	46,5	47,0
PMI serviços	55,6	54,5	54,4	52,8	52,4	53,1	53,6	53,2	53,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	9,1	8,2	8,0	7,9	7,8	7,6	7,5	7,5	7,4
Alemanha (% pop. ativa)	3,8	3,4	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1
França (% pop. ativa)	9,4	9,1	9,0	8,9	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5
Itália (% pop. ativa)	11,3	10,6	10,3	10,5	10,3	9,9	9,7	9,8	9,5
PIB real (variação homóloga)	2,7	1,9	1,7	1,2	1,3	1,2	-	-	...
Alemanha (variação homóloga)	2,8	1,6	1,1	0,6	0,9	0,4	-	-	...
França (variação homóloga)	2,4	1,7	1,5	1,2	1,3	1,4	-	-	...
Itália (variação homóloga)	1,8	0,7	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-	-	...

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	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Inflação geral	1,5	1,8	2,1	1,9	1,4	1,4	1,3	1,0	1,0
Inflação subjacente	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1

Setor externo

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Balança corrente	3,4	3,4	3,6	3,4	3,3	2,9	2,9	2,9	...
Alemanha	8,1	7,3	7,6	7,3	7,2	7,1	7,1	7,3	...
França	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	...
Itália	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	96,5	98,9	99,2	98,5	97,3	97,3	97,9	97,5	98,1

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	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,5	3,8	4,2	4,0	3,7	3,9	3,9	3,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	2,6	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,1	7,9	7,3	7,1	7,0	7,7	7,7	8,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	-1,4	-0,9	-0,4	0,4	-0,1	0,1	...
Instrumentos negociáveis	1,4	-4,4	-5,6	-3,4	-3,7	-4,6	-4,7	-1,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	...	...

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

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

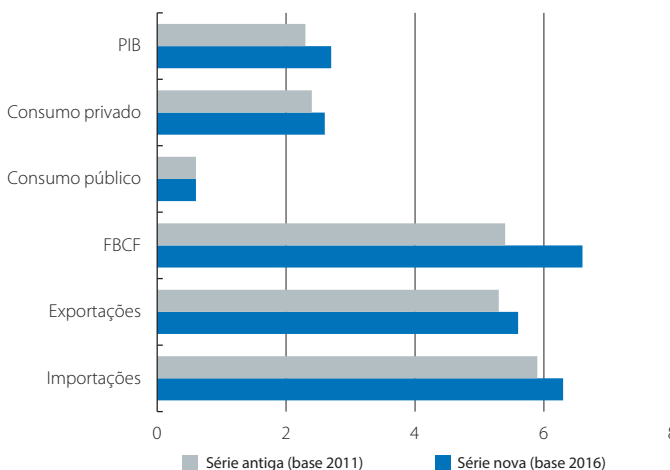
A economia portuguesa mostra um desempenho positivo

A revisão estatística das contas nacionais revela uma perspetiva mais positiva da economia portuguesa. Em setembro, o INE fez uma revisão da série histórica do PIB, que resultou numa melhoria significativa nos registos de crescimento dos últimos três anos. Especificamente, de acordo com a nova série, o PIB cresceu a um ritmo médio anual de 2,7% entre 2016-2018, mais 0,4 p.p. do que na série anterior. Além disso, um elemento que se destacou especialmente foi a revisão em alta do investimento, cujo crescimento médio anual no triénio foi de 6,6%, mais 1,2 p.p. do que na série anterior, com revisões em alta das sub-componentes construção, equipamentos de transporte e propriedade intelectual. A nova série também mostra que no primeiro semestre de 2019 o crescimento do PIB foi mais forte (+2,0%, em comparação com o anterior 1,8%), fazendo-nos elevar a previsão para 1,8% para o conjunto do ano, mais uma décima do que o crescimento antes esperado. No entanto, estas revisões não alteram a tendência de desaceleração lenta do crescimento. Por um lado, esta desaceleração reflete que a economia está numa fase mais madura do ciclo, na qual é natural que o crescimento diminua para o seu potencial. Por outro lado, num contexto externo exigente, a desaceleração da economia global também contribuirá para abrandar o crescimento da economia portuguesa. Neste sentido, o indicador coincidente de atividade do Banco de Portugal (que possui uma forte correlação com o PIB) caiu em julho para 1,8%.

As novas séries também revelam uma situação externa mais confortável. Em particular, após as revisões do INE, no 2T 2019 a capacidade de financiamento da economia atingiu 0,4% do PIB (dados acumulados de quatro trimestres), um valor significativamente mais positivo do que o registado na série anterior (segundo o qual o país já tinha necessidades de financiamento externo de 0,1% do PIB) e que também sugere que se mantém o processo de redução do ainda elevado nível de dívida externa de Portugal (cerca de 100% do PIB). Na mesma linha, a taxa de poupança das famílias também foi revista em alta até se situar em 5,9% do rendimento disponível bruto no 2T 2019 (dados acumulados de quatro trimestres), representando cerca de +1,5 p.p. em comparação com a série anterior. Apesar destas melhorias de nível, mantém-se a tendência de queda gradual da poupança, pois o consumo continua a crescer a ritmos superiores ao rendimento disponível, favorecido pela confiança na evolução do mercado de trabalho e na situação financeira das famílias (ver o artigo «Taxa de poupança das famílias portuguesas em valores mínimos. Até que ponto nos deve preocupar?» nesta edição da *Informação Mensal*).

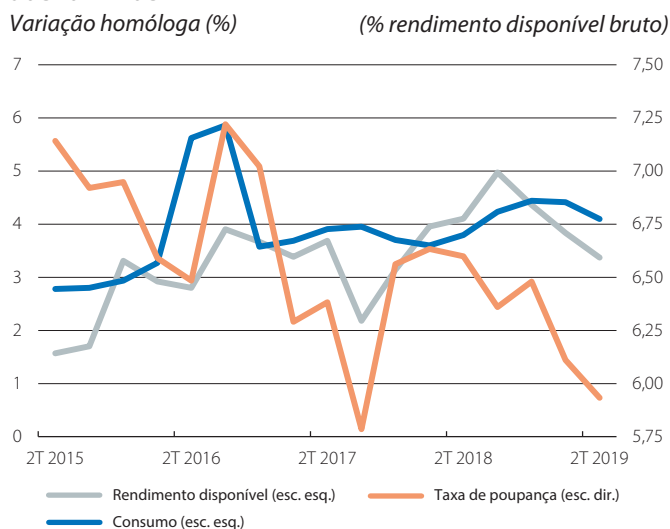
O saldo orçamental melhorou substancialmente no primeiro semestre. Em junho de 2019, o saldo público era de -0,8% do PIB, de acordo com dados das contas nacionais (-789 milhões de euros), representando uma clara melhoria em relação ao mesmo período de 2018 (-2,2% do PIB). Esta melhoria reflete o

Portugal: PIB e componentes
Crescimento médio anual 2016-2018 (%)



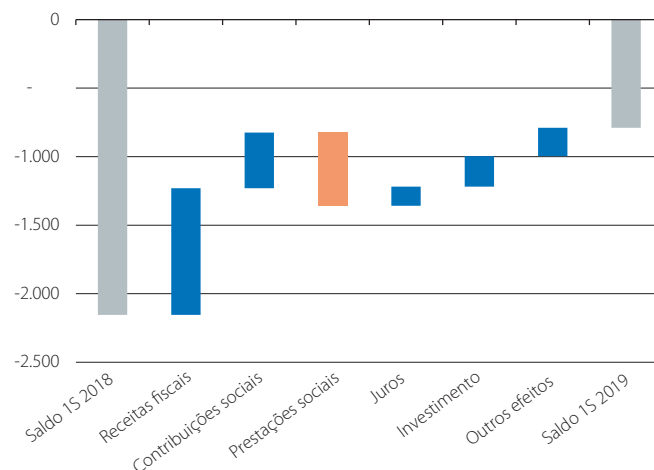
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: poupança, rendimento e consumo das famílias



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

Portugal: saldo da Administração Pública (milhões de euros)



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

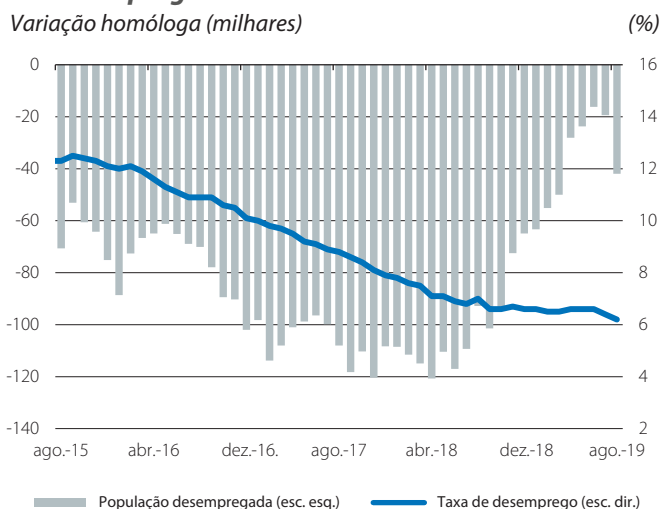
crescimento significativo da receita (5,0%), face ao aumento moderado das despesas (1,4%) do qual se destaca, a redução das despesas com juros (-4,2%) e a queda no investimento (-14,1%). Por sua vez, a execução orçamental mensal continua a evoluir favoravelmente, tendo alcançado um superavit de 402 milhões de euros com dados até agosto, sugerindo que a melhoria das contas públicas irá continuar até ao fim do ano.

A taxa de desemprego está em valores mínimos de 2002. Em agosto, a taxa de desemprego caiu para 6,2% (em termos ajustados de sazonalidade), o que significa uma redução de 0,8 p.p. face ao período homólogo. Por sua vez, o número de pessoas empregadas cresceu mais moderadamente do que no passado (1,1% homólogo, em comparação com os 2,0% de agosto de 2018 e a média de 2,3% em 2018), atingindo em agosto o nível mais alto desde o início de 2009. Ambos os números surpreenderam positivamente. Contudo, para os próximos trimestres é de esperar uma evolução mais contida do mercado de trabalho, dado que entrou numa fase mais madura.

O mercado imobiliário mantém o dinamismo. No 2T 2019, os preços da habitação cresceram 10,1% homólogo, mais 0,9 p.p. do que no trimestre anterior. Esta tendência pode ser explicada pelo aumento do peso dos compradores não residentes no número total de transações realizadas (passaram de 7% das transações em 2017 para 13% em 2018), bem como pelo facto de estarem concentradas nos segmentos mais luxuosos do mercado (em 2018, o preço médio pago por não residentes superou em 58% o preço médio pago pelos residentes, o que pode estar relacionado com o facto da compra de habitações de valor superior a 500.000 euros ser um dos requisitos para a obtenção de uma autorização de residência em Portugal para atividades de investimento). No entanto, estes sinais contrastam com a queda anual de 6,6% nas vendas no 2T (a primeira quebra desde o 1T 2013).

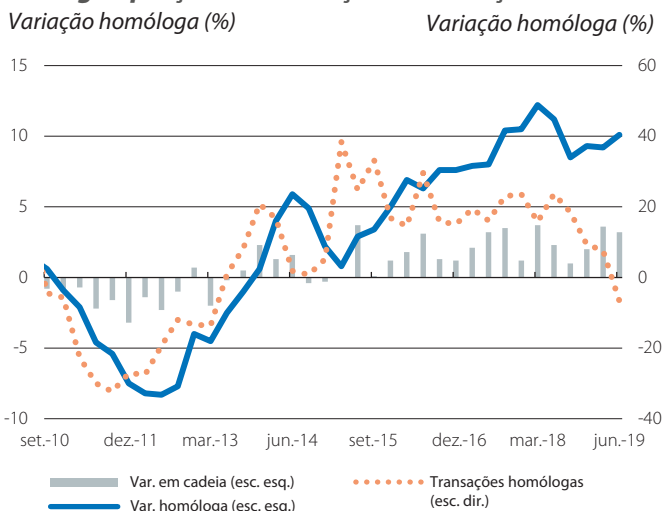
A carteira de crédito do setor privado não financeiro continua em contração, com -1,5% homólogo em julho. Por um lado, a carteira de crédito às famílias caiu 0,8% homólogo, em grande parte devido ao crédito à habitação (-1,5%) e principalmente à amortização, dado que as novas operações de crédito continuam robustas. Por outro lado, a recuperação das novas operações de crédito às empresas não financeiras permitiu uma contração menos acentuada da carteira de crédito (-2,7% em julho, em comparação com -6,0% no início do ano). Finalmente, convém lembrar que as vendas de carteira de crédito de cobrança duvidosa possuem um impacto negativo no comportamento da carteira de crédito: excluindo esta rubrica, a carteira teria aumentado 2,4% até julho.

Portugal: população desempregada e taxa de desemprego



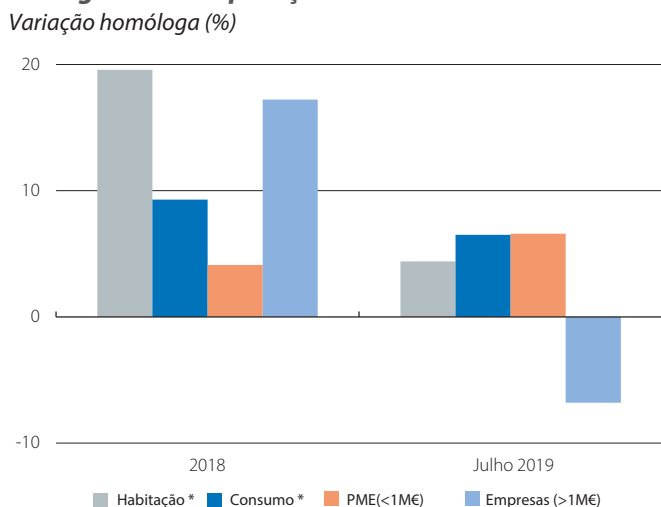
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: preços da habitação e transações



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

Portugal: novas operações de crédito



Nota: * Excluindo renegociações.

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

Taxa de poupança das famílias portuguesas em mínimos... até que ponto nos devemos preocupar?

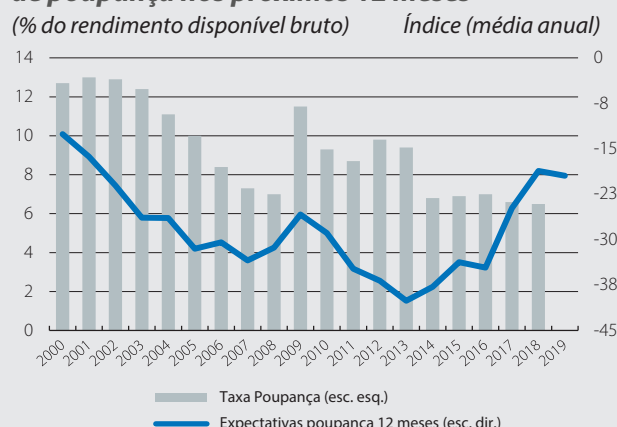
- A taxa de poupança das famílias em Portugal tem atingido, nos últimos anos, níveis reduzidos, tendo alcançado o nível mais baixo de sempre em 2018.
- Esta queda estará associada ao contexto de sólido crescimento económico, menor incerteza interna, expectativas mais positivas para o mercado de trabalho, e à satisfação de consumo adiado durante a crise financeira.
- Olhando para o futuro, é esperado que o crescimento mais gradual do consumo e a recuperação do rendimento das famílias estimule a poupança, antecipando-se, ainda assim, uma recuperação gradual.

A taxa de poupança das famílias¹ em Portugal atingiu um mínimo histórico em 2018: 6,5% do rendimento disponível bruto² (ver primeiro gráfico), que compara com 11,9% para a média da Zona Euro. De facto, a poupança das famílias portuguesas regista uma tendência descendente desde 2001, exceto em 2009 e 2012, períodos de crise económica e financeira. Considerando a importância da poupança para o investimento privado e para mitigar os efeitos adversos das novas dinâmicas demográficas (como o envelhecimento), importa perceber que fatores podem justificar os níveis mínimos da taxa de poupança em Portugal e se estes níveis são um sinal de preocupação.

O principal motivo apontado pelas famílias portuguesas para poupar é a proteção face a acontecimentos inesperados, ou seja, a poupança por motivo de precaução. Importa ter presente que os indivíduos e as famílias poupam para contornar a instabilidade do rendimento ao longo da vida e para conseguirem atingir um nível estável de consumo ao longo da mesma. Ou seja, as poupanças absorvem as flutuações transitórias do rendimento e protegem o consumo dessas flutuações.³ O motivo de precaução terá sido a principal razão para o aumento da poupança em 2009 e 2012. De facto, foram períodos marcados por uma elevada incerteza e com as expectativas sobre o mercado de trabalho e o rendimento das famílias a deteriorarem (ver segundo gráfico). Ambas as forças vieram aumentar o desejo por poupança, e isto, combinado com a contração da atividade económica, gerou quedas no consumo duradouro e até mesmo no consumo corrente,³ normalmente mais estável do que o primeiro.

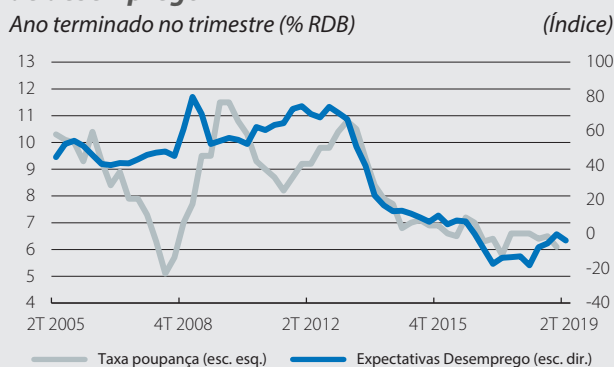
A partir de 2014, a melhoria das condições económicas e financeiras contribuiu para a melhoria das expectativas das famílias. Desde então, o consumo tem crescido de forma significativa, excedendo o crescimento do rendimento disponível bruto.⁴ De facto, o contexto de menor incerteza,

Portugal: taxa de poupança e expectativas de poupança nos próximos 12 meses



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Comissão Europeia.

Portugal: taxa de poupança e expectativas de desemprego *



Nota: * As expectativas de desemprego refletem a percentagem líquida de famílias que esperam que o desemprego aumente nos próximos 12 meses e a percentagem das famílias que esperam que diminua.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Comissão Europeia.

za, de crescimento económico e de melhoria das expectativas face ao mercado de trabalho permitiram que as famílias avançassem com decisões de consumo que tinham sido adiadas durante o período da crise, especialmente o consumo de bens duradouros (com destaque para os automóveis).

4. Em média, o consumo nominal cresceu 3,5% entre 2014 e 2018, enquanto o rendimento disponível bruto aumentou 2,9% em igual período.

1. O conceito de famílias inclui as famílias, empresários em nome individual e as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias. A escolha por este conceito prende-se com a inexistência, à data deste focus, da taxa de poupança das famílias em particular em 2018.

2. De acordo com as contas nacionais.

3. Ver Banco de Portugal (2016). «Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal». Boletim Económico maio.

Os atuais níveis de poupança são preocupantes?

À medida que as decisões de consumo adiadas no passado vão sendo satisfeitas é esperado que o consumo cresça de forma mais gradual. Ao mesmo tempo, espera-se que o rendimento disponível bruto continue a recuperar nos próximos anos, em linha com o aumento dos salários e a criação de emprego⁵ e que exceda o ritmo de crescimento do consumo. Neste cenário, é possível que se assista a uma reposição (ligeira) da poupança das famílias.

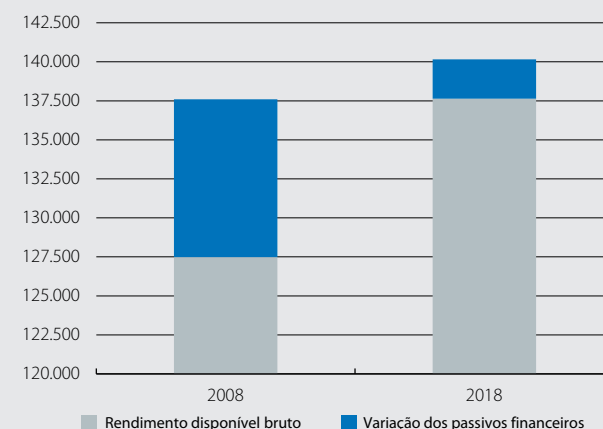
Ao mesmo tempo, importa ter em conta que a redução da poupança das famílias não tem sido acompanhada por um aumento dos passivos financeiros (ver terceiro gráfico). De facto, o endividamento destas tem vindo a diminuir,⁶ com as famílias a pagar antecipadamente os seus empréstimos a um ritmo mais elevado, incentivadas pelo atual ambiente de baixas taxas de juro e de ausência de outros instrumentos de poupança rentáveis⁷ (ver quarto gráfico). Por outro lado, a contratação de novos empréstimos tem sido atenuada pela implementação das medidas macroprudenciais⁸ e, no caso do crédito à habitação, pelos preços elevados das casas.

Apesar da expectativa de recuperação da taxa de poupança das famílias, existem algumas *nuances* que devem ser tidas em consideração. Neste sentido, o Banco de Portugal⁹ revela que 68% das famílias reportou dificuldade em fazer face às suas despesas regulares em 2018 (face a 45% na ZE). Ao mesmo tempo, de acordo com o Eurostat, 34,7% das famílias não tem capacidade para fazer face a despesas financeiras inesperadas (face a 32,2% na ZE). Se a estes fatores juntarmos as questões demográficas, nomeadamente o envelhecimento da população (já que os idosos são um dos grupos etários que menos poupam)¹⁰, é possível afirmar que o aumento da poupança agregada será muito gradual nos próximos anos.

Em suma, a recente redução da taxa de poupança das famílias em Portugal deve-se à recuperação depois das turbulências de 2009 e 2012 e ao atual bom momento da economia (o que implica boas expectativas para o mercado de trabalho). Ao mesmo tempo, os níveis reduzidos de poupança são compensados pelo facto de o património financeiro das famílias ter atingido o seu máximo em 2018. Ainda assim, em tempos mais conturbados, a baixa poupança das famílias irá colocá-las numa situação de maior

Portugal: recursos das famílias

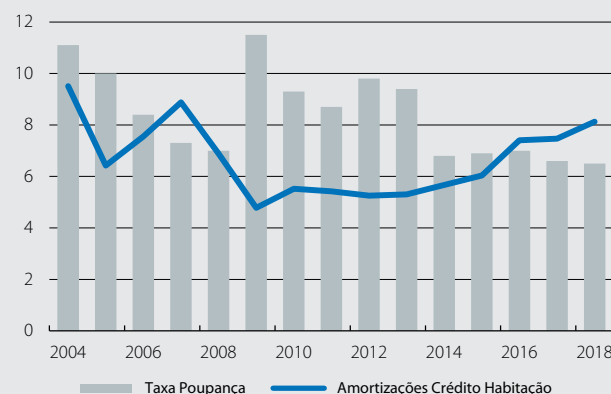
(Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Banco de Portugal.

Portugal: amortizações de crédito habitação e taxa de poupança

(% do rendimento disponível)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Banco de Portugal.

vulnerabilidade face a choques inesperados no seu rendimento.

5. No entanto, antecipamos que a criação de emprego nos próximos anos seja mais gradual, após melhorias muito acentuadas nos últimos dois anos (emprego cresceu 3,3% e 2,3% em 2017 e 2018, respetivamente).

6. 95,4% do rendimento disponível bruto em 2018, comparativamente a 126,3% em 2009.

7. O Banco de Portugal refere que uma parte considerável das poupanças das famílias endividadas está reservada à amortização de capital. Ver Banco de Portugal (2016). «Uma interpretação da evolução da taxa de poupança das famílias em Portugal». Boletim Económico maio.

8. Para mais informação sobre as medidas macroprudenciais implementadas pelo Banco de Portugal em julho de 2018, ver o focus «Medidas macroprudenciais e posicionamento no ciclo de crédito à habitação», do IM 05/2019.

9. Ver Banco de Portugal (2019). «Relatório de Estabilidade Financeira junho».

10. O FMI concluiu que a taxa de poupança em Portugal compara de forma desfavorável com a de outros países europeus devido, entre outros fatores, ao elevado rácio de dependência dos mais velhos, a par dos elevados gastos do Estado com pensões e regimes de proteção social. Ver FMI (junho, 2019). «Selected Issues Paper: Household saving in Portugal».

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	2T 2019	08/19	09/19
Índice coincidente para a atividade	2,9	2,1	1,8	1,7	1,9	2,0	1,8	...
Indústria								
Índice de produção industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-3,7	-2,2	-4,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	0,4	-0,8	-1,4	-3,3	-3,2	-4,1
Construção								
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,6	19,1	13,2	19,1	20,6	15,1	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	16,8	18,4	9,4	7,6	-6,6	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	7,8	7,7	...
Serviços								
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	16,0	4,8	6,9	5,2	4,5	4,9	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	15,9	13,0	15,3	14,2	11,3	9,9
Consumo								
Vendas no comércio a retalho	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	5,9	4,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,7	2,4	2,3	2,0	1,9	1,9	2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-5,4	-4,6	-5,0	-5,4	-8,3	-8,9	-7,6	-7,1
Mercado de trabalho								
População empregada	3,3	2,3	2,1	1,6	1,5	0,9	1,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,7	6,8	6,3	6,2	...
PIB	3,5	2,4	2,1	2,0	2,1	1,9	...	...

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	2T 2019	08/19	09/19
Inflação global	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,5	-0,1	-0,1
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	0,2	0,2

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	2T 2019	08/19	09/19
Comércio de bens								
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,1	7,1	5,1	5,8	3,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,7	8,2	8,6	8,2	9,2	8,3	...	...
Saldo corrente	0,9	-1,2	-0,4	-1,2	-2,4	-2,1	...	...
Bens e serviços	3,5	2,0	3,1	2,0	0,8	0,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	-3,2	-2,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,7	0,9	1,6	0,9	-0,3	0,0	...	...

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 2019	1T 2019	2T 2019	08/19	09/19
Depósitos¹								
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,4	4,2	4,9	4,5	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	13,6	14,6	14,2	13,3	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	-1,9	-2,3	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	1,0	-9,9	-11,6	-11,9	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,2	3,4	4,1	3,6	...	...
Saldo vivo de crédito¹								
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	-2,6	-1,9	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	-5,7	-3,8	...	...
Famílias – habitações	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	-1,5	-1,4	...	...
Famílias – outros fins	0,9	4,5	5,8	5,2	3,1	2,1	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	-12,4	-11,6	-12,5	-8,1	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-1,9	-2,3	-3,0	-2,2	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	13,3	9,4	11,3	9,4	8,9	...	...	...

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

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

A economia espanhola cresce a um ritmo mais moderado do que o previsto

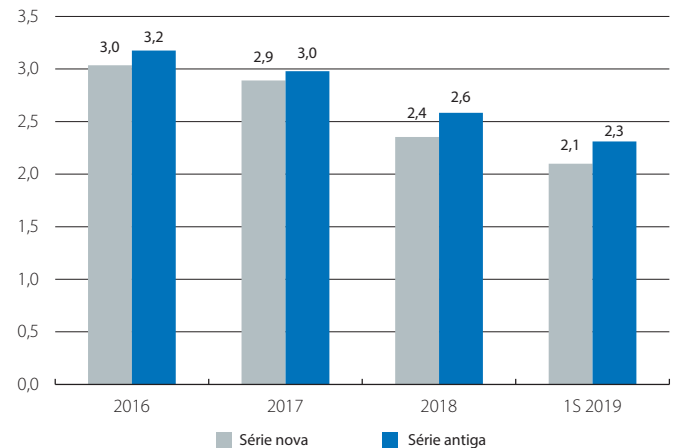
A revisão estatística do PIB reflete um crescimento mais moderado. O mês de setembro foi marcado por um conjunto de revisões de séries históricas de variáveis macroeconômicas que alteraram, de certa forma, a análise da situação atual. O Instituto Nacional de Estatística espanhol (INE) reviu em baixa o crescimento anual do PIB entre 2016 e 2018 e, mais especificamente, diminuiu o crescimento da atividade em 2018 em 0,2 p. p. para 2,4%. Da mesma forma, a instituição reviu em baixa o crescimento trimestral do PIB em 0,2 e 0,1 p. p. no 1T e 2T 2019, respectivamente. Por componentes, o principal fator que provocou a revisão em baixa do crescimento em 2018 foi o consumo privado, que passou de um crescimento anual de 2,3% para 1,8%. Este menor crescimento do consumo num contexto interno favorável, com um forte desempenho do mercado de trabalho e condições financeiras acomodáticas (suportadas pelo BCE), pode refletir que os consumidores reagiram ao aumento das incertezas no contexto externo e mudaram as suas decisões de despesas para se dotarem de uma maior robustez financeira face ao aumento dos riscos negativos. Neste sentido, o INE também reviu a série da taxa de poupança, que agora mostra que a poupança das famílias se encontra, como poderemos observar mais à frente, em níveis mais altos do que os previstos anteriormente. No seu conjunto, os novos dados mostram uma procura interna que avança com ritmos mais contidos do que o esperado, resultado de um contexto internacional mais exigente, e que nos levam a rever as nossas previsões de crescimento em 0,4 p. p. (em relação às nossas previsões de julho) para 2019 e 2020 (1,9% e 1,5%, respectivamente).

Os indicadores de atividade sugerem um crescimento moderado no 3T. Os últimos indicadores de atividade mostram que o comportamento desigual (que temos vindo a observar desde o final de 2018) entre o setor dos serviços e o setor industrial permanece. Assim, enquanto o PMI do setor das indústrias de agosto se situou em 48,8 pontos, ainda abaixo do limite de crescimento de 50 pontos, o homólogo dos serviços subiu 1,4 pontos para 54,3 pontos. Da mesma forma, enquanto a produção industrial em julho manteve uma tendência moderada e cresceu 0,8% homólogo, um ritmo contido e semelhante à média do primeiro semestre do ano (0,7%), as vendas a retalho cresceram significativamente (3,2% homólogo). No conjunto, com estes e outros indicadores, o modelo de previsão do PIB do BPI Research sugere que o crescimento do PIB no 3T será de cerca de 0,3%-0,4% em cadeia.

A criação de empregos desacelera paulatinamente, mas os salários continuam a subir. O número de inscritos na Segurança Social mostra que o emprego cresceu 2,55% homólogo em agosto, uma taxa ligeiramente inferior à do mês anterior (2,6%). Deste modo, materializa-se uma desaceleração do mercado de trabalho, que foi mais gradual do que a esperada no primeiro semestre do ano. Por sua vez, o aumento progressivo dos custos da mão de obra continuou no 2T 2019. Assim, de acordo com o inquérito trimestral ao custo da mão de obra, o custo da mão de obra por hora efetiva cresceu 3,1% em termos homólo-

Revisão da série do PIB

Variação anual (%) *



Nota: * Exceto o dado do 1S 2019, que correspondem à média da variação homóloga do 1T e 2T 2019.

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

Espanha: PIB

Variação em cadeia (%)

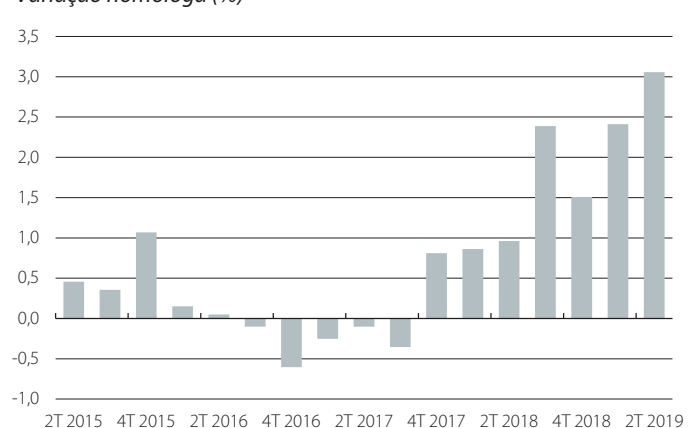


Nota: Intervalo de confiança de 90%.

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

Espanha: custo da mão de obra por hora efetiva *

Variação homóloga (%)



Nota: * Corrigido por calendário e ajustado de sazonalidade.

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

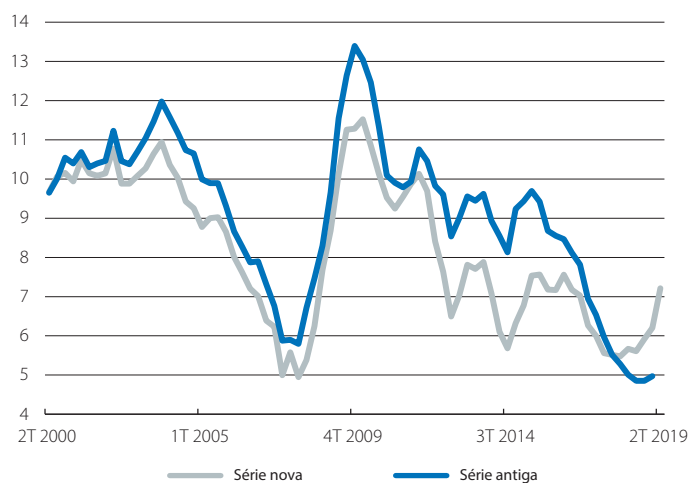
gos no 2T. Um aumento de +0,6 p. p. em relação ao 1T 2019. Por sua vez, o custo salarial por hora efetiva, que representa mais de dois terços do custo total da mão de obra, aumentou 2,7% (+2,2% no 1T 2019). Desta forma, mantém-se a recuperação dos salários, que também pode ser observada nos aumentos salariais estabelecidos nos acordos coletivos, de 2,3% em agosto de 2019.

A desaceleração do consumo privado traduziu-se num aumento da poupança. Com os novos dados disponíveis, é possível observar que a taxa de poupança, após atingir valores mínimos no final de 2017, começou a recuperar até atingir 7,2% do rendimento bruto disponível (acumulado de quatro trimestres) no 2T 2019. Este dado contrasta com a estimativa anterior, que mostrou que a poupança das famílias tinha vindo a cair de forma sustentada desde meados de 2015 até estabilizar em torno de 5,0% no 1T 2019. Este aumento da poupança, apesar de impulsionar menos o ritmo de crescimento, fornece à economia uma maior robustez contra possíveis riscos negativos.

O saldo da balança corrente permanece estável graças ao menor ritmo das importações. O Banco de Espanha efetuou, em coordenação com os países da UE, o BCE e o Eurostat, uma importante revisão da série. Esta revisão não altera as tendências que operam na balança de pagamentos desde 2016, mas aumenta o nível do superavit da balança corrente em 1,1 p. p. do PIB. Com os novos dados, no acumulado de 12 meses até julho de 2019, o saldo da balança corrente situou-se em 21.945 milhões de euros (1,79% do PIB), um nível semelhante ao registo do mês anterior (1,75% do PIB). Esta estabilidade (que contrasta com a deterioração sustentada do saldo da balança corrente entre o final de 2016 e março de 2019) deve-se principalmente à rubrica de bens não energéticos, que estabilizou desde abril devido à desaceleração das importações: em julho cresceram 1,9% homólogo (acumulado em 12 meses), inferior aos 2,5% do mês anterior e aos 5,9% de julho de 2018. No entanto, o contexto internacional adverso continua a fazer-se sentir na debilidade das exportações, que em julho apenas cresceram 1,3% (1,6% em junho e 4,4% em julho de 2018).

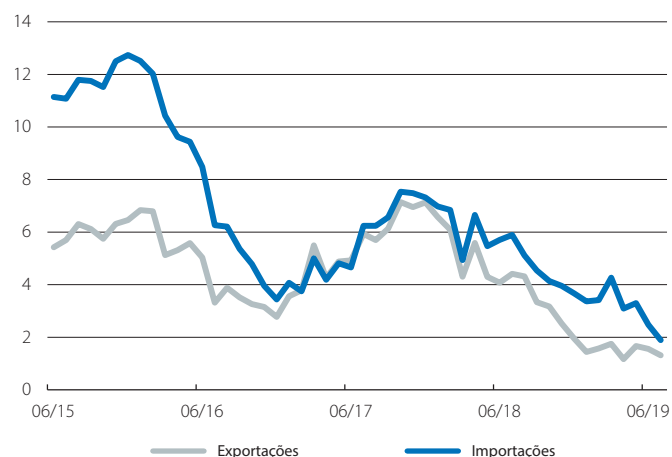
O mercado imobiliário dá sinais de abrandamento. O valor de avaliação dos imóveis desacelerou o seu ritmo evolutivo no 2T 2019, com um aumento de 0,1% em cadeia (1,1% no 1T). Da mesma forma, o valor de transação da habitação também diminuiu o seu ritmo de crescimento no 2T 2019 em 0,3 p. p., para 1,2% em cadeia. A desaceleração no preço da habitação enquadra-se num contexto onde a procura dá sinais de estabilização. Especificamente, as vendas de imóveis cresceram pouco no decorrer deste ano (0,6% no acumulado de janeiro a julho), embora esta desaceleração se deve em parte ao impacto temporário da implementação da nova lei hipotecária (as compras e vendas caíram 9,0% em junho, mas recuperaram em julho, +3,8%). Da mesma forma, os indicadores de oferta também estão a desacelerar, embora o crescimento no setor da construção continue a ser significativamente maior que o do conjunto da economia. Para os próximos trimestres continuará a ser observada uma desaceleração no ritmo de crescimento do setor, enquadrada num contexto de abrandamento do ritmo da economia, embora não deva ser interpretado como um sinal de debilidade do setor, mas sim como uma normalização para um ritmo de crescimento mais estável após a forte recuperação experimentada durante a recuperação.

Espanha: taxa de poupança (% do rendimento bruto disponível)



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

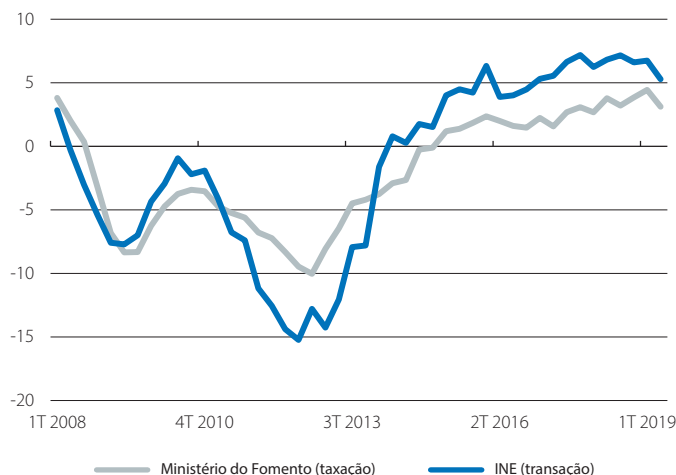
Espanha: comércio externo de bens * Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



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

Fonte: BPI Research, a partir de dados del Dpto. de Aduanas.

Espanha: preço da habitação Variação homóloga (%)



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

Analizando a competitividade da economia espanhola: parte I

- Embora a produtividade espanhola tenha recuperado da deterioração sustentada que sofreu na primeira década dos anos 2000, ainda é menor do que a dos seus principais parceiros europeus em termos de produto por hora trabalhada (com a exceção de Portugal).
- A menor produtividade da economia espanhola não se deve tanto à composição setorial da economia em comparação com outros países, mas ao facto de os setores da sua economia serem menos produtivos.

Como medimos a competitividade?

A competitividade de um país mostra até que «ponto (o país) pode produzir bens e serviços com exposição à concorrência dos mercados internacionais, mantendo e expandindo os rendimentos dos seus indivíduos a longo prazo».¹ Portanto, os seus fatores determinantes são um conjunto de instituições, políticas e fatores que estão interrelacionados e que incluem elementos como o capital humano do país, o grau de inovação incorporado nos produtos e serviços criados pelas suas empresas, a eficiência dos processos produtivos e organizacionais destas empresas e muitos outros fatores. Assim, é claro que uma avaliação de todos os seus fatores determinantes constitui um projeto de grande envergadura.²

No entanto, também é possível medir a competitividade sem avaliar os seus fatores determinantes, mas com base nos resultados que da mesma derivam. Neste sentido, dois tipos de indicadores ajudam a medir a competitividade de um país, **os indicadores de produtividade**, e **os indicadores relacionados com o desempenho do setor externo**.

A maior competitividade deve estar relacionada com a maior eficiência produtiva em comparação com outros países e, portanto, com uma maior produtividade relativa. Da mesma forma, é de esperar que um país competitivo seja um país que consiga ganhar quotas de mercado em relação aos seus concorrentes.³

Neste artigo abordaremos a análise do comportamento dos indicadores de produtividade da economia espanhola e compararemos a sua evolução com a de outras economias desenvolvidas.

Indicadores de produtividade

A produtividade mede o grau de eficiência na utilização dos *inputs* durante o processo produtivo. Assim, um aumento na produtividade indica que é necessária uma menor quantidade de *inputs* para produzir a mesma unidade de produto ou serviço.

1. Ver OCDE (1992). «Technology and the Economy: the Key Relationships». Paris.

2. O Relatório de Competitividade Global do WEF documenta até quase cem fatores determinantes de competitividade que utiliza para desenvolver um *ranking* entre países. No entanto, não permite estabelecer de que forma estes fatores determinantes são usados e combinados para a aumentar. Para mais detalhes, ver <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/>.

3. Um país pode ganhar quota de mercado no mercado internacional sem ganhar produtividade relativa introduzindo novos produtos/serviços nestes mercados.

Os dois principais indicadores para medir a produtividade são:

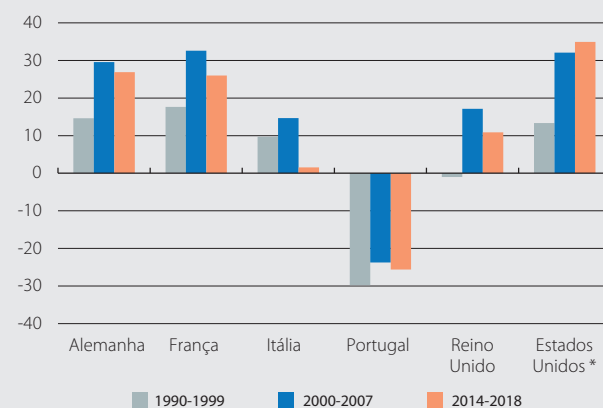
- **A produtividade total dos fatores (PTF)**, ou a parte do aumento do produto que não é explicada pela acumulação de fatores de produção (como o capital ou o emprego). O problema deste indicador é que é difícil de medir.
- **A produtividade aparente do trabalho**, ou o produto por hora trabalhada. Esta medida é influenciada por outros fatores, como o capital por trabalhador ou o capital humano, mas conta com a vantagem de dispor de dados mais fiáveis para a medir e permitir comparações entre países.

O primeiro gráfico mostra o diferencial, em termos de percentagem, do produto por hora trabalhada ajustada pela paridade do poder de compra, entre esses países e Espanha.⁴ Podemos retirar duas conclusões principais do gráfico:

- Primeiro, a produtividade espanhola deteriorou em relação aos outros países entre a década de 90 e a primeira década de 2000.
- Segundo, que a melhoria da produtividade desde a recuperação económica permitiu encurtar diferenças (exceto com os EUA), mas ainda existe um longo caminho a percorrer: Em termos absolutos, Espanha continua menos produtiva em termos de produto por hora trabalhada do que os restantes países (exceto Portugal).

Produtividade aparente do trabalho

Diferencial de cada país em relação a Espanha (%)



Nota: * Média de 2014-2017.

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

4. Por exemplo, a primeira barra cinzenta no gráfico que pertence à Alemanha indica que o produto por hora trabalhada neste país entre 1990 e 1999 era cerca de 15% mais elevado do que em Espanha.

Decomposição do diferencial de produtividade entre países

Porque é que existem diferenças de produtividade em comparação com estes países? Para investigar esta questão analisamos qual é parte da contribuição para o diferencial da produtividade aparente do trabalho que está relacionada com a margem intensiva e qual é a parte relacionada com o efeito composição. A **margem intensiva** refere-se à parte do diferencial explicada pelas diferenças de produtividade do mesmo setor da economia entre Espanha e outro país. Para calcular este efeito, comparamos a produtividade aparente do trabalho em cada setor da economia entre dois países, mas mantendo constante o peso relativo do setor entre ambos. Por outro lado, o **efeito composição** mede a parte do diferencial explicada pelo facto de os setores de cada país possuírem pesos diferentes sobre o total da economia. Portanto, um país pode ser mais produtivo não porque os seus setores são mais produtivos que os de outros países, mas porque os setores mais produtivos possuem um peso maior.

O principal fator que explica o diferencial de produtividade entre a Espanha e os restantes países é a margem intensiva: ou seja, a menor produtividade de Espanha é um fenómeno generalizado entre os diferentes setores da economia. Isto pode ser observado no segundo gráfico, no qual as diferenças de produtividade entre a Espanha e os outros países são normalizadas para 100 e são representadas as contribuições para esta lacuna, mostrando como mais de 80% da lacuna se deve à margem intensiva.⁵

Desta forma, o problema da produtividade em Espanha é de cariz generalizado e não é apenas um problema de um setor específico. Como mostra o terceiro gráfico, a diferença de produtividade de cada setor produtivo espanhol em comparação com o mesmo setor em França é significativa.⁶ Em todos os setores, a produtividade espanhola é menor do que a francesa, sendo particularmente acentuada em setores tão diversos como as atividades profissionais e científicas, comércio, indústria e Administração pública.

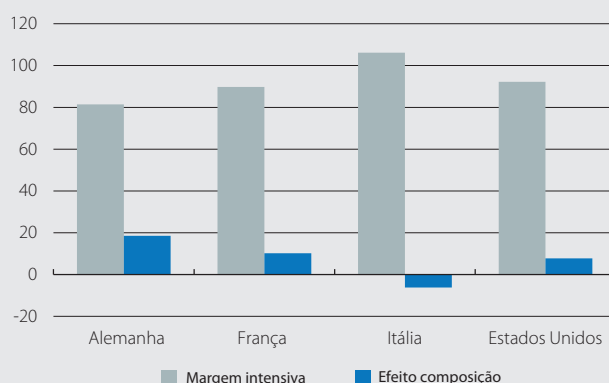
Esta produtividade mais baixa é determinada por diversas causas. Contudo, é interessante analisar como se relaciona com o tecido empresarial do país. O diferencial de produtividade é muito maior para as pequenas e médias empresas espanholas do que para as grandes, tal como é possível observar no quarto gráfico. Em cada setor, as grandes empresas são muito mais semelhantes em termos de produtividade em comparação com as suas parceiras francesas, sugerindo que uma maior dimensão empresarial permite uma maior eficiência na utilização de *inputs* durante o processo de produção.⁷

5. Como exemplo, no caso da Alemanha vemos que cerca de 80% do diferencial de produtividade se deve à margem intensiva e que apenas 20% é explicada pelo efeito composição.

6. Os dados utilizados para analisar o diferencial por setores procedem do EU KLEMS – anteriormente era analisada a evolução no tempo com dados da OCDE – e correspondem a períodos de tempo diferentes, razão pela qual as dimensões não coincidem exatamente.

7. Para mais detalhes entre a interação entre produtividade e tamanho do negócio, consulte Guillamón, C., Moral-Benito, E. e Puente, S. (2017). «High growth firms in employment and productivity: dynamic interactions and the role of financial constraints?». Working Papers 1718. Banco de Espanha.

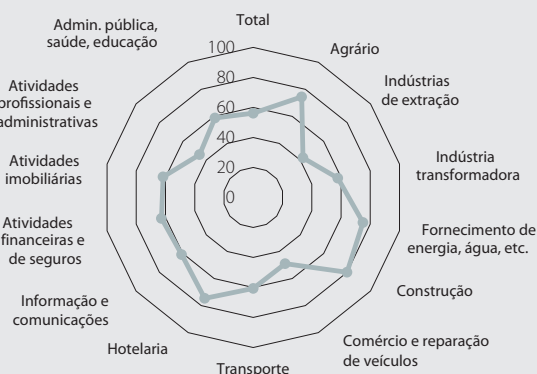
Espanha: decomposição da lacuna de produtividade Dados de 2015 (%)



Nota: Um valor positivo significa que o efeito contribui negativamente para o nível de produtividade em Espanha, dado que contribui para a lacuna.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da EU KLEMS.

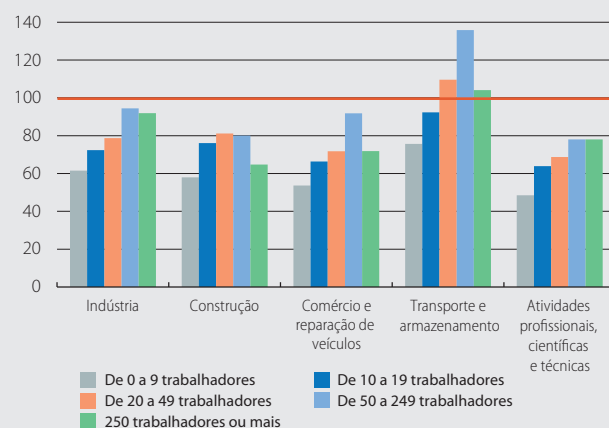
Espanha: diferencial de produtividade em comparação com França por setores (100 = França)



Nota: A linha mostra a produtividade de cada setor de atividade em Espanha em comparação com a França (normalizado para um valor igual a 100).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da EU KLEMS.

Espanha: diferencial de produtividade em comparação com França por setor e dimensão empresarial (100 = França)



Nota: O gráfico mostra a produtividade das empresas em cada setor e a sua dimensão em Espanha em comparação com a França (normalizado para um valor igual a 100).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat («Structural business statistics»).

(Veja uma versão mais extensa deste artigo em bancobpi.pt)

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	2T 2019	06/19	07/19	08/19
Indústria									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	0,5	-2,7	-0,1	1,5	1,6	0,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	-2,6	-1,9	-3,8	-4,6	-4,8	-3,0	1,6
PMI das indústrias (valor)	54,8	53,3	52,4	51,8	51,1	49,9	47,9	48,2	48,8
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	25,8	23,9	25,8	21,9	19,6	14,4	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	14,2	13,5	11,5	8,3	5,5	4,7	3,6	...
Preço da habitação	6,2	6,7	7,2	6,6	6,8	5,3	-	-	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	1,6	0,9	1,0	1,5	1,6	...	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	52,6	54,0	55,3	53,2	53,6	52,9	54,3
Consumo									
Vendas a retalho	1,0	0,7	-0,4	1,4	1,3	2,2	2,5	3,3	3,2
Matrículas de automóveis	7,9	7,8	17,0	-7,6	-7,0	-4,4	-8,3	-11,1	-30,8
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,7	-6,2	-4,8	-4,0	-2,1	-4,9	-6,2
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,6	2,7	2,5	3,0	3,2	2,4	-	-	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	14,6	14,4	14,7	14,0	-	-	...
Inscritos na Segurança Social ²	3,6	3,1	2,9	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5
PIB	2,9	2,4	2,2	2,1	2,2	2,0	-	-	...

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	2T 2019	05/19	06/19	07/19
Inflação global	2,0	1,7	2,2	1,7	1,1	0,9	0,4	0,5	0,3
Inflação subjacente	1,1	0,9	0,8	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9

Setor externo

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	05/19	06/19	07/19
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	4,5	2,9	2,4	2,3	2,3	1,8	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,2	5,6	6,1	3,9	3,9	2,9	...
Saldo corrente	31,1	23,3	26,0	23,3	19,6	21,4	21,4	21,9	...
Bens e serviços	41,6	32,6	35,1	32,6	30,2	31,6	31,6	32,4	...
Rendimentos primários e secundários	-10,5	-9,3	-9,1	-9,3	-10,6	-10,2	-10,2	-10,4	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	33,9	29,1	29,4	29,1	25,5	27,4	27,4	27,9	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	05/19	06/19	07/19
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	3,4	3,7	5,3	5,8	5,3	5,4	6,0
À vista e poupança	17,6	10,9	10,3	10,0	11,3	10,9	10,0	10,5	10,9
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-18,7	-16,8	-13,7	-12,8	-13,2	-13,1	-13,2
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	10,4	16,9	17,8	15,7	9,6	2,7	3,9
TOTAL	1,9	3,8	3,8	4,5	6,0	6,4	5,6	5,3	5,8
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,3	-2,2	-2,1	-1,1	-1,2	-1,0	-0,9
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-5,6	-5,7	-5,5	-3,0	-3,0	-2,2	-1,8
Famílias - habitações	-2,8	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-1,2	-1,3	-1,6	-1,5
Famílias - outros fins	3,7	5,1	5,5	4,7	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-8,9	-11,8	-10,4	-7,2	-6,0	-5,2	-5,0
TOTAL	-2,8	-2,9	-2,7	-2,8	-2,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,1
Taxa de incumprimento (%)⁴	7,8	5,8	6,2	5,8	5,7	5,4	5,4	5,2	...

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.

Blockchain e criptomoedas: bem-vindos ao novo paradigma digital

Mudança tecnológica mudará o sistema de pagamento tal como o conhecemos e provavelmente a tecnologia *blockchain* terá um papel muito importante neste processo, facilitando o aparecimento de moedas digitais. Quais são as chaves das tecnologias que vão permitir esta transformação? Quais são as criptomoedas com mais hipóteses de sucesso?

A tecnologia *blockchain*

Os avanços na criptografia, combinados com o potencial de transmissão e armazenamento de dados, permitiram o surgimento das denominadas **tecnologias de registos distribuídos** (DLT, siglas em inglês).¹ São nomeadamente bases de dados com várias cópias idênticas distribuídas pelos participantes da rede, atualizadas de forma sincronizada e acordada. A grande atração das DLT é que permitem gerir e partilhar dados com segurança e salvaguardar todas as informações sem que sejam alteradas. O tipo de DLT mais conhecido é o *blockchain*, que organiza informações por blocos e é frequentemente comparado a um livro que não é possível eliminar.

A tecnologia *blockchain* baseia-se em três ingredientes fundamentais:

- Graças à criptografia, cada bloco de informações é identificado exclusivamente.
- Os participantes na rede devem aprovar e validar todas as informações que entram na rede.
- O registo é inalterável e imutável e, portanto, extremamente complicado de piratear ou modificar.

A tecnologia *blockchain* facilita o aparecimento de criptomoedas, pois ao criar um registo partilhado de todas as transações e estabelecer um método descentralizado de validação, facilita a troca digital de dinheiro entre os utilizadores de forma direta (as infraestruturas de pagamento tradicionais possuem um intermediário central, seja o banco central, uma empresa de pagamento digital, uma plataforma móvel...). A aplicação mais conhecida da tecnologia *blockchain* no mundo financeiro é a liquidação de pagamentos (no âmbito das transferências internacionais, as criptomoedas podem desempenhar um papel valioso de moeda ponte), conforme é ilustrado na primeira figura.

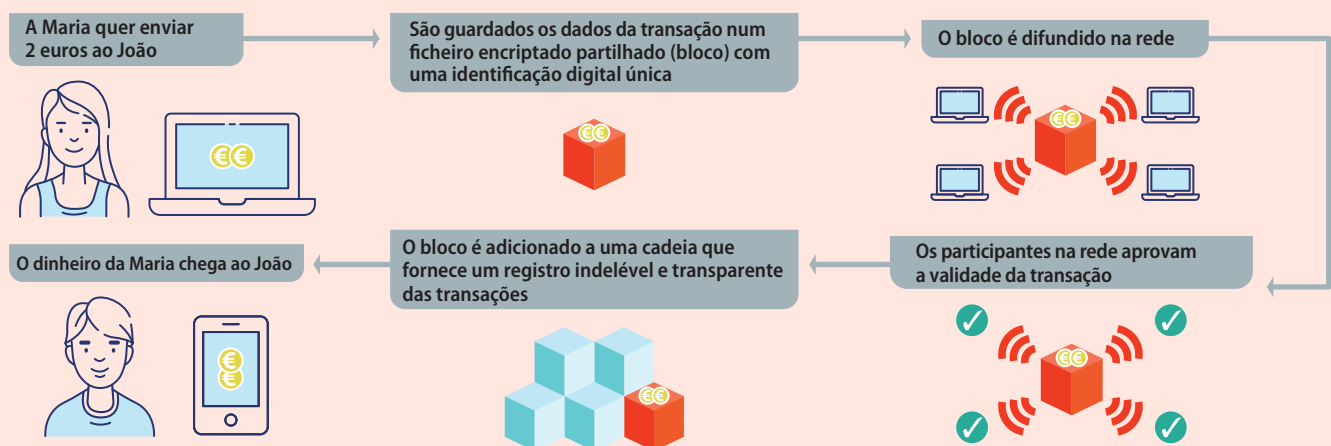
Blockchain, uma tecnologia em rápida evolução que pode acabar por facilitar o desenvolvimento de aplicações de utilização em massa

Uma das áreas em que mais se está a trabalhar assenta na melhoria da escalabilidade dos sistemas de pagamento que possuem a tecnologia *blockchain* como um dos seus ingredientes fundamentais. As primeiras iniciativas que surgiram foram redes totalmente descentralizadas e públicas. Nestes casos, como todos os participantes devem validar as transações, o número de transações que podem ser processadas é consideravelmente mais lento (um exemplo claro é o da Bitcoin, que processa 7 transações por segundo em comparação com os 65.000 da Visa) e as despesas de energia são muito elevadas. Uma das soluções que está a ser explorada é o uso de redes permitidas, nas quais um administrador controla a rede e decide quem pode participar na mesma. A sua vantagem é que são mais escaláveis e permitem que as transações sejam validadas muito mais rapidamente, embora sejam mais vulneráveis a tentativas de alterações e pirataria.

Para além da tecnologia *blockchain*

É importante esclarecer que os avanços tecnológicos no setor financeiro vão muito além das criptomoedas e das DLT e que permitiram melhorar a agilidade e funcionamento dos sistemas de pagamento existentes. Bom exemplo disso são os avanços espetaculares nos pagamentos com telemóvel. Como observámos, a tecnologia *blockchain* tem um potencial elevado, embora seja possível emitir uma moeda digital sem a necessidade de recorrer à mesma. De facto, uma autoridade com poderes de centralização de processos, como um banco central, poderia considerar a sua utilização mediante o desenvolvimento de uma infraestrutura baseada nos sistemas de pagamento que já funcionam atualmente.

Funcionamento da tecnologia *blockchain*



Fonte: BPI Research.

1. Distributed ledger technologies.

As principais áreas em que a utilização de criptomoedas pode ser benéfica são:

- **Transações financeiras internacionais.** Embora a tecnologia *blockchain* não seja a única alternativa que está a ser estudada nesta área, é uma clara candidata para melhorar a eficiência dos pagamentos internacionais devido à **redução de custos que pode acarretar e uma maior velocidade das transações comparativamente com sistemas com uma elevada centralização operacional.**
- **Redução da economia subterrânea.** Embora uma das principais propriedades das criptomoedas seja o anonimato das transações, podem ser concebidos mecanismos para facilitar a identificação de atividades ilegais. Por exemplo, que os pagamentos em certas áreas ou com uma determinada quantia não sejam anónimos.
- Podem promover a **inclusão financeira** em países subdesenvolvidos ou emergentes, onde parte significativa da população está desbancarizada (mas pode armazenar criptomoedas numa carteira digital vinculada ao seu telemóvel).

Nem todas as criptomoedas são iguais

De acordo com a definição do BIS,² as criptomoedas diferenciam-se porque **são eletrónicas e por permitirem a troca entre pares** sem a existência de intermediação por parte de terceiros. Contudo, existem muitos tipos de criptomoedas. A denominada «flor do dinheiro» ajuda-nos a classificar as várias moedas e também as criptomoedas, de acordo com as suas propriedades nas áreas mais relevantes: o tipo de emissor da moeda (banco central ou outro), a sua acessibilidade (universal ou restrita), a sua forma (eletrónica ou física) e o seu mecanismo de transferência (entre pares ou centralizado). Por exemplo, dependendo do emissor, existem três grandes classes de criptomoedas:

- **Criptomoedas privadas:** emitidas por um particular ou entidade privada.
- **Criptomoedas dos bancos centrais.**
- **Soluções híbridas (criptomoedas sintéticas):** o banco central é o emissor, mas um conjunto de entidades privadas seria responsável pela interação com o cliente e a inovação (nas economias avançadas, o candidato natural seriam os bancos comerciais).

A flor do dinheiro: taxonomia



Fonte: BPI Research, a partir do diagrama do BIS.

Criptomoedas dos bancos centrais e criptomoedas privadas: prós e contras

A priori, se um banco central emitir uma **criptomoeda**, tiver uma estrutura reguladora bem definida e não houver dúvidas sobre a sua segurança, **é muito provável que seja aceite como uma forma de pagamento de utilização generalizada.** Ao estar apoiada por uma instituição pública que não pode quebrar, o mero facto de que parte das poupanças e transações sejam efetuadas com a versão «criptográfica» da moeda não deveria afetar o valor dessa moeda. Por outro lado, para as criptomoedas privadas é mais difícil manter um valor estável, pois depende, entre outros fatores, do grau de aceitação ou da utilização que possam ter e – como este elemento pode alterar repentinamente – o seu valor costuma ser mais volátil.

De qualquer forma, têm vindo a aparecer propostas que tentam contornar esta desvantagem. As denominadas *stablecoins* ou moedas estáveis visam evitar este *handicap*, fixando o que de facto constituiria uma taxa de câmbio fixa entre a criptomoeda e um ativo de valor estável (como por exemplo uma moeda de um país avançado). A libra, a criptomoeda proposta pelo Facebook, faz parte desta família de criptomoedas.³

Um dos argumentos normalmente utilizados a favor do desenvolvimento de criptomoedas apoiadas por um banco central é que poderia ser um complemento às ferramentas tradicionais de política monetária. Por exemplo, definir uma taxa de juro na moeda digital ampliaria o leque de instrumentos que o banco central tem à sua disposição.⁴

No entanto, a introdução de criptomoedas emitidas pelos bancos centrais também apresentaria riscos, pois em parte poderiam contribuir para uma desintermediação da atividade financeira:

- Se uma parte dos depósitos bancários das famílias e empresas se convertessem em criptomoedas não geridas por intermediários financeiros, diminuiria a oferta de fundos disponíveis para conceder empréstimos. Esta situação faria com que o crédito se tornasse mais caro, além de dar aos bancos centrais um maior protagonismo como fornecedores estruturais de liquidez para o sistema.
- A existência destas criptomoedas do banco central aumentaria a volatilidade dos fluxos entre depósitos bancários e as criptomoedas em tempos de incerteza ou dúvidas sobre a solidez de alguma instituição financeira, provocando um maior risco para a estabilidade financeira.
- O grau de desintermediação financeira depende criticamente de quem aloja as carteiras digitais das criptomoedas. Se o anfitrião for o banco central, os indivíduos poderão ter contas diretamente no banco central, o que agravaria o risco de desintermediação e a instabilidade financeira. Também existiria a possibilidade de que fossem alojadas por entidades separadas dos bancos comerciais. Isto não eliminaria a intermediação financeira, mas apresentaria desafios importantes: De que forma seriam reguladas essas entidades? As carteiras estariam protegidas por uma garantia de depósitos?

2. Ver Committee on Payments and Market Infrastructures (2015). «Digital currencies». BIS.

3. Ver o artigo «Libra, a criptomoeda do Facebook» neste Dossier.

4. Para mais informações consultar o artigo «A política e-monetária da nova economia digital» neste Dossier.

Libra, a criptomoeda do Facebook

As finanças são um setor essencial para a economia. Portanto, qualquer inovação neste campo merece ser analisada com prudência e as suas implicações devem ser bem compreendidas. É o que tentaremos fazer neste artigo com o projeto libra.

Breve história das criptomoedas: do *bitcoin* à libra

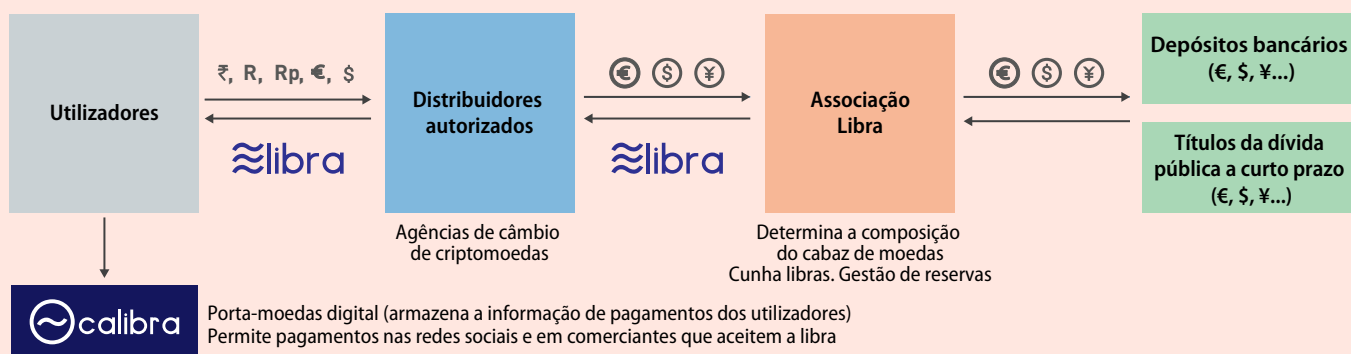
- Até agora, as criptomoedas foram consideradas mais como ativos especulativos do que como dinheiro em si. A principal razão é que o seu valor tende a ser instável, além de não terem mostrado uma clara vantagem sobre as alternativas existentes. Portanto, não atingiram uma massa crítica de utilizadores.¹ Em grande parte, isto acontece porque o *bitcoin* e as outras criptomoedas que o seguiram não são apoiados por um governo e, portanto, o seu valor como meio de pagamento reside na expectativa de que outras pessoas o aceitem como tal. Além disso, estas criptomoedas não ajustam a sua oferta com base na sua procura, o que causa ainda maior volatilidade.² Tudo isto limita a sua função como depósito de valor e unidade de conta.
- Neste contexto, aparecem as *stablecoins*, que procuram minimizar a volatilidade das criptomoedas. Para tal, o emissor da *stablecoin* vincula o seu valor ao valor de outro ativo mais estável, como as moedas fiduciárias (por exemplo, o dólar) ou produtos (metais preciosos). No entanto, por agora, as iniciativas de *stablecoins* possuem uma base de utilizadores limitada, dado que são promovidas por empresas que são novos *players* com um elevado custo para promover a adoção do seu produto (Tether) ou enfocam a sua utilização para o público grossista (JPM Coin). Também existem dúvidas sobre a sua escalabilidade. Neste momento parece difícil que os projetos apresentados até agora possam processar o número de transações executadas por segundo através dos meios de pagamento eletrónico convencionais.³

O projeto libra

- A libra apresenta-se como uma moeda privada, digital e global e como um método de pagamento alternativo baseado na tecnologia *blockchain*. De facto, o Facebook escreveu o seu próprio código de *blockchain* e anunciou que a verificação das transações será efetuada entre os servidores dos membros da Associação⁴ (rede permitida) para acelerar os processos e servir milhões de contas,⁵ embora o objetivo seja que o processo se efectue de forma descentralizada.
- A libra possui um elevado potencial de adoção, dado que os seus promotores possuem uma extensa base de utilizadores. Especificamente, o Facebook possui a maior rede social do mundo, com mais de 2.400 milhões de utilizadores ativos. Da mesma forma, os outros parceiros da iniciativa libra são *big players* amplamente estabelecidos no mercado de pagamentos e aplicações móveis. Em suma, a libra possui uma escala potencial da qual as outras iniciativas carecem.
- A libra é apresentada como *stablecoin*: o seu valor estará vinculado a um cabaz de moedas internacionais. Para apoiar este vínculo, a Associação compromete-se a manter, por intermédio de reservas, depósitos e investimentos denominados nas principais moedas internacionais, como o dólar e o euro, por um montante equivalente ao das libras emitidas. Portanto, a evolução do valor da libra deve andar de mãos dadas com a das moedas que compõem o cabaz. As pessoas que pretendam comprar libras devem fazê-lo através de distribuidores autorizados (agências de câmbio e bancos), que podem comprar libras à Associação cambiando por moedas do cabaz e vender libras aos utilizadores através do câmbio com a sua moeda local.

Funcionamento da libra

Ativos de baixo risco



Fonte: BPI Research.

1. Ver o artigo «O que podemos esperar das criptomoedas?» no Dossier da IM05/18.

2. A oferta é regida por regras pré-determinadas que não consideram a procura existente em relação às mesmas. Por exemplo, o protocolo bitcoin estabelece que serão alcançadas 21 milhões de unidades em 2040 e que as moedas *bitcoins* deixarão de ser cunhadas posteriormente.

3. Como referência, a VISA tem capacidade para processar mais de 65.000 transações por segundo.

4. A libra será governada por uma associação de empresas acionistas (de momento formada pelo Facebook e 26 outras empresas).

5. Os nós de validação serão inicialmente os membros fundadores da Associação Libra e está previsto gerir 1.000 transações por segundo para um conjunto de 100 nós de validação.

- **A Associação investirá as suas reservas** em ativos líquidos e de baixo risco, como depósitos bancários (denominados em moedas estáveis) e títulos de dívida soberana a curto prazo de países com boas notações de crédito. Está previsto que o desempenho destes ativos cubra os custos operacionais e pague dividendos aos membros fundadores.
- **A libra pretende ser um veículo de pagamento alternativo e reduzir atritos nas transações internacionais.** Uma *stablecoin* global, como a libra, enfocada numa utilização grossista, pode tornar os pagamentos e transferências internacionais mais baratos e reduzir os custos de transação. Também pode alcançar utilizadores que atualmente não têm acesso ao sistema financeiro, permitindo-lhes armazenar o seu dinheiro⁶ e executar transações a partir dos seus dispositivos móveis. De facto, o projeto também é apresentado como uma ferramenta para favorecer a inclusão financeira de mais de 1.500 milhões de pessoas no mundo inteiro que não têm acesso a uma conta bancária.

Dúvidas sobre a libra

Diferentes reguladores e supervisores expressaram certas reservas que podem dificultar, ou pelo menos atrasar, a implantação da libra:

- **Gestão dos dados obtidos.** Potencialmente, a Associação poderia ter acesso a grandes quantidades de dados pessoais e financeiros dos seus utilizadores. Até agora, a Associação não detalhou como vai armazenar e gerir estes dados ou as medidas que implementará para garantir a sua proteção adequada.
- **Lutar contra atividades ilegais.** O sistema tradicional de pagamento digital não é anónimo, mas as transações são processadas e registadas por terceiros (o banco do comprador e do vendedor e a empresa proprietária do cartão). Tudo isto ajuda a garantir a conformidade com os requisitos regulamentares (como o registo do cliente) para impedir a lavagem de dinheiro e outras atividades ilegais. Por outro lado, no caso da libra – ao ser uma criptomoeda – presumivelmente a troca de dinheiro poderia ocorrer de maneira descentralizada e anónima, por isso não está claro como será garantido o cumprimento destes regulamentos.
- **Riscos de abuso de posição dominante.** Existe o receio de que os promotores da libra possam usar a sua posição atual, dominante nalguns casos, para favorecer a utilização da libra em detrimento de outras alternativas, o que representaria um obstáculo à inovação.

Implicações sobre a estabilidade financeira

Além das considerações referidas anteriormente, o tamanho e o alcance do Facebook fazem com que a libra possua o potencial para se tornar sistémica. Assim, a utilização generalizada da libra **pode ter implicações importantes na estabilidade financeira, algumas das quais são resumidas a seguir:**

- **A estabilidade da libra não está garantida.** Vai depender de se os ativos que a sustentam são estáveis e do compromisso da Associação de manter o valor da libra estável. No entanto, se a libra adquirir um tamanho sistémico, este compromisso deveria ser reforçado através de uma regulamentação e supervisão apropriadas.
- **A libra poderia contribuir para criar episódios globais de instabilidade financeira.**⁷ A Associação pondera investir as moedas que obtiver da venda de libras em ativos de baixo risco (depósitos bancários ou obrigações soberanas). Se existirem dúvidas em torno da criptomoeda – como por exemplo por razões de segurança – e houver uma venda em massa de libras, não é claro se a Associação terá capacidade para ir ao encontro desta procura se uma parte das reservas estiver investida em ativos sujeitos a um determinado risco de liquidez. Da mesma forma, a pressão sobre os balanços dos bancos nos quais a Associação é depositante aumentaria inevitavelmente.
- **A libra poderia aumentar a sensibilidade das economias às mudanças no sentimento de investimento.** A libra pode facilitar os fluxos internacionais de capital porque reduz substancialmente os custos de transação associados às transferências internacionais. Isto traz vantagens claras, mas pode ter implicações importantes para a estabilidade financeira de muitas economias emergentes porque, ao potencializar e facilitar os fluxos de capital, poderia amplificar as saídas de capital devido a mudanças no sentimento de investimento e na aversão ao risco.⁸
- **A utilização ampla da libra em economias com moedas menos estáveis (a denominada «libraização») poderia condicionar a política monetária dos seus bancos centrais.**⁹ A libra é uma boa candidata para substituir, como o dólar faz atualmente, a moeda local como reserva de valor nas economias com moedas menos estáveis (nas quais a elevada inflação impede esta função). No entanto, se os residentes puderem trocar facilmente a sua moeda local por um cabaz de moedas estável por intermédio de uma libra, refugiar-se-iam nesse ativo mal ocorra um mínimo indício de problemas na sua economia, podendo causar fortes desvalorizações da moeda local e dificultar a estabilidade dos preços.

6. Juntamente com a libra será criado o Calibra, um porta-moedas digital que armazenará informações de pagamento do utilizador.

7. Ver Cecchetti, S. e Schoenholtz, K. (2019). «Libra: A Dramatic Call To Regulatory Action». VoxEU blog.

8. Ver Pettis, M. (2019). «Facebook's Libra: Does the World Need Less Frictionless Money?», Carnegie Endowment for International Peace.

9. Isto já ocorre com a dolarização: a tendência dos residentes a protegerem-se da volatilidade da sua moeda local com contas e contratos denominados em dólares.

A política e-monetária da nova economia digital

As tecnologias digitais absorvem o debate sobre o futuro da economia. A política monetária e o seu principal veículo, o dinheiro, não são exceção. Cada vez se vendem mais produtos on-line e o dinheiro é cada vez menos usado. Esta nova economia digital cria novas necessidades para o setor financeiro e o dinheiro digital surge como um novo método de pagamento atraente para os consumidores. De que forma a política monetária é afetada? O que é que os bancos centrais podem fazer (e fazem) em relação a este assunto?

Dinheiro digital privado, política monetária e estabilidade financeira: condições e riscos

O dinheiro digital é, em termos simples, a representação «digital» de formas físicas de dinheiro fiduciário (como uma nota de 1 dólar ou uma moeda de 2 euros).¹ Contudo, a sua **extensa integração nas nossas «vidas digitais»** (pensemos num perfil do Facebook ou do Instagram), **os seus baixos custos de transação e os efeitos de rede** (as empresas que pretendem lançar dinheiro digital, como o Facebook, possuem uma enorme base de utilizadores) **tornam-no atraente** para consumidores e empresas.²

No entanto, **os utilizadores de dinheiro digital emitido por fornecedores privados enfrentam quatro principais fontes de risco:**

- **Liquidez:** por exemplo, se cada unidade de uma criptomoeda estiver apoiada por um cabaz de obrigações denominadas em euros, terá o fornecedor a capacidade de liquidar estas obrigações e converter a criptomoeda em euros para os utilizadores que o desejarem, inclusivamente em momentos de elevada procura ou *stress* financeiro?
- **Incumprimento:** se o fornecedor privado falir, o que acontecerá com as criptomoedas que os utilizadores privados possuem?
- **Valor:** imaginemos que os ativos que suportam a criptomoeda (por exemplo, obrigações soberanas denominadas em euros) perdem valor de forma severa. *De facto*, o fornecedor emitiu mais dinheiro digital do que o devido (por causa do novo valor dos ativos nos quais suporta a sua oferta), razão pela qual pode ser forçado a «desvalorizar» a criptomoeda (troca-la por menos euros do que os inicialmente estabelecidos), podendo resultar em perdas para os seus utilizadores.
- **Poder de mercado:** a natureza do dinheiro implica efeitos de rede (quantos mais agentes utilizarem uma moeda, mais atraente é como meio de pagamento) que podem causar um monopólio natural: uma única moeda que predomine em todas as trocas. Assim, na ausência de uma regulamentação adequada, o fornecedor pode estabelecer barreiras à entrada no mercado e **extrair rendimentos daqueles utilizadores que utilizam a sua criptomoeda.**

Estes riscos de utilizadores individuais também desencadeiam **outros riscos que afetam o conjunto da sociedade.** Em particular, de um ponto de vista das políticas económicas, destacam-se:

- **Perda do controlo da política monetária:** se uma criptomoeda emitida por um fornecedor privado se impuser à moeda do banco central, provocaria um desgaste na sua capacidade de influenciar a oferta monetária e as taxas de juro que realmente afetam os consumidores, aforradores e investidores da economia. Alguns exemplos:
 - **«e-dolarização» da economia:** esta substituição seria semelhante à sofrida por algumas economias nas quais o dólar norte-americano, e não a moeda local, é o principal meio de troca, devido à diminuta confiança da população nas suas instituições. Da mesma forma que as condições financeiras dessas economias se regem pela batuta da Reserva Federal dos EUA, no mundo do dinheiro digital, as condições financeiras seriam influenciadas pelo fornecedor de criptomoedas privado.
 - **Prociclicidade (o risco das *stablecoins*):** a maior parte das *stablecoins*, como a libra, seriam suportadas por um cabaz de moedas e ativos de baixo risco (como as obrigações soberanas dos EUA ou da Alemanha). Assim, numa fase de expansão da economia, os agentes procurariam mais *stablecoins*, aumentando a compra dos ativos que as sustentam. Segundo alguns autores,³ esta situação reduziria as taxas de juro, que por sua vez poderiam afetar a fase de expansão e condicionar a implementação da política monetária desejada.
- **Riscos de estabilidade financeira:**
 - **Fonte de risco sistémico:** se uma criptomoeda privada dominar uma fração significativa das transações, uma possível falência ou debilidade do fornecedor teria um impacto no conjunto do sistema de pagamentos internacional.
 - **Perturbações no sistema bancário:** o dinheiro digital oferece uma alternativa aos depósitos bancários para que as famílias e as empresas armazenem as suas poupanças. Assim, uma utilização intensa do dinheiro digital forçaria os bancos tradicionais a competir por depósitos e buscar fontes alternativas de financiamento (certamente menos estáveis), podendo provocar um encarecimento do crédito e incentivar uma maior assunção de riscos.

O que podem fazer os bancos centrais?

Os bancos centrais vão desempenhar um papel fundamental na definição do novo contexto macrofinanceiro: qual é o dinheiro digital que será adotado e de que forma afeta o sistema financeiro tal como o conhecemos.

No passado, os bancos centrais acabaram por monopolizar a emissão de notas e garantiram até aos dias de hoje um sistema de pagamento único, seguro e acessível a toda a população. Assim, uma alternativa natural às criptomoedas privadas passa pelo banco central emitir a sua própria moeda digital:

- Em termos gerais, **uma moeda digital do banco central (MDBC) poderia consistir na abertura por parte do mesmo de contas correntes diretamente para as famílias e empresas:** para o consumidor seria semelhante ao sistema atual de depósitos e transferências bancárias, com a diferença de que a sua conta corrente estaria no banco central.

1. Neste artigo, quando falamos de «dinheiro digital», não incluímos depósitos e contas bancárias.

2. Ver Adrian, T. (2019). «Stablecoins, central bank digital currencies, and cross-border payments: a new look at the international monetary system», discurso na IMF-Swiss National Bank Conference. Além disso, em países com sistemas institucionais frágeis, a população costuma confiar mais em empresas multinacionais que fornecem dinheiro digital do que nas suas próprias instituições.

3. Ver Pettis, M. (2019). «Facebook's Libra: Does the World Need Frictionless Money?». Carnegie Endowment for International Peace.

- Embora possa parecer um passo natural, **esta alternativa exigiria que o banco central desempenhasse um papel anormalmente ativo**: atrair clientes, verificar os seus dados e interagir com eles, desenvolver tecnologia etc. Tarefas nas quais um banco central não possui experiência e, além disso, podem comprometer a sua reputação.

Por isso, surgiram algumas propostas para uma **MDBC sintética**.⁴

- O banco central desenvolveria uma infraestrutura para a MDBC, na qual fornecedores privados de dinheiro digital (entre os quais poderiam ser instituições financeiras tradicionais) incorporariam os seus métodos de pagamento:
 - Ao permitir o acesso a vários fornecedores, **a concorrência pelo mercado seria garantida**.
 - Para garantir a segurança da moeda e manter o controlo do fornecimento de dinheiro, **o banco central deveria exigir aos fornecedores para apoiarem 100% da moeda com reservas no banco central**.⁵
 - Seriam **aproveitadas as vantagens competitivas** do setor privado (por exemplo, a gestão de clientes ou a inovação) e do banco central (supervisão e regulamentação, reputação e confiança).
- **Uma MDBC ofereceria um canal direto de transmissão da política monetária**: por exemplo, se o banco central considerar apropriado, poderá emitir uma moeda digital que paga juros e ajustar esse pagamento como parte da sua política monetária. Além disso, uma MDBC que substitua completamente o dinheiro em numerário permitiria ao banco central reduzir as taxas de juro para níveis mais negativos dos atualmente possíveis.
- No entanto, uma MDBC também teria riscos macrofinanceiros:
 - **Fugas de depósitos**: como no caso de uma moeda digital privada, a MDBC oferece uma alternativa aos depósitos bancários. Em períodos de stress, a MDBC poderia ser vista como mais segura porque, apesar de não ter necessariamente uma garantia como a oferecida por um fundo de garantia de depósitos, seria suportada por reservas depositadas no banco central. Isto poderia favorecer a saída de depósitos da banca comercial para fornecedores do MDBC, ou seja, indiretamente para o banco central.⁶
 - **Coordenação internacional**: a digitalização elimina barreiras físicas, tornando mais fácil para o utilizador escolher o MDBC que mais lhe convém, independentemente da jurisdição. Ou seja, cria maior concorrência entre o MDBC e, portanto, **requer uma maior coordenação internacional em termos de política monetária**.

Iniciativas dos bancos centrais

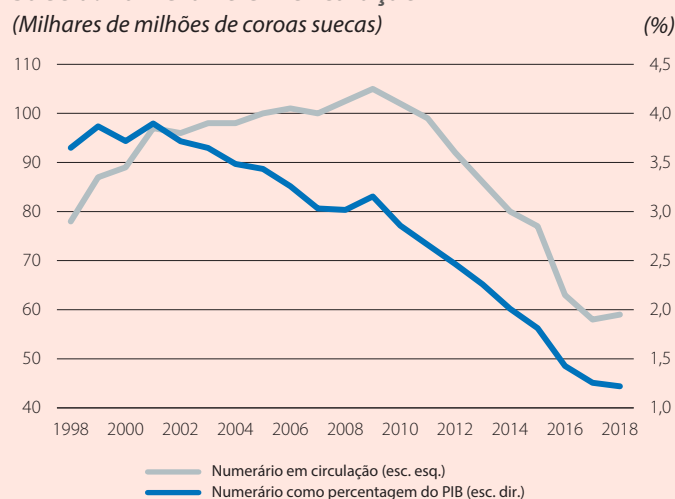
Face ao atual declínio na utilização da moeda física e ao surgimento de iniciativas privadas que podem envolver riscos diferentes, alguns bancos centrais já avaliaram a possibilidade de emitir moeda digital.⁷

- **Suécia**: o banco central da Suécia (Riksbank) foi um dos primeiros a estudar a possibilidade de emitir a sua própria moeda digital, após o colapso da utilização de numerário (é normal encontrar empresas que não o aceitam). O banco central sueco tem o projeto **e-krona** bastante avançado, sendo que o já submeteu ao Parlamento sueco, que deverá decidir sobre a necessidade do banco central de «cunhar» uma MDBC. O Riksbank ainda não decidiu como será a sua conceção (se os utilizadores podem abrir uma conta no próprio banco central ou uma versão mais semelhante à MDBC sintética).
- **Uruguai**: o Banco Central do Uruguai lançou a sua moeda digital (**e-peso**) num teste-piloto de seis meses que limitava a quantidade de e-pesos que poderiam ser emitidos. O e-peso possuía características semelhantes às MDBC sintéticas, mas apenas um fornecedor privado tinha acesso à plataforma. Por esta razão, não foi possível observar uma concorrência entre diferentes fornecedores e os benefícios da inovação que a mesma cria. No entanto, as conclusões que o banco central tirou do projeto foram relativamente positivas.⁸

Como é possível depreender destes exemplos, os bancos centrais começaram a explorar as possibilidades que as tecnologias digitais oferecem ao dinheiro e, conseqüentemente, à política monetária. O surgimento de propostas privadas como a libra do Facebook destaca a importância dos bancos centrais manterem seu compromisso histórico com o bom funcionamento do sistema de pagamentos.

Suécia: numerário em circulação

(Milhares de milhões de coroas suecas)



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

4. Ver Adrian, T. (2019). «From Stablecoins to Central Bank Digital Currencies». IMF Blog.

5. Com um coeficiente de reserva de 100%, estes fornecedores não concederiam crédito: estariam limitados a veicular os pagamentos.

6. Neste cenário, o banco central poderia estabilizar o sistema injetando liquidez na banca comercial (injeções que seriam equilibradas pelo aumento das reservas que o banco central receberia devido à própria fuga de depósitos).

7. O BCE e a Fed não apresentaram as suas próprias propostas, embora os seus vários executivos reconheçam o potencial das tecnologias relacionadas ao dinheiro digital e destaquem a importância de monitorizar a sua evolução.

8. Bergara, M. e Ponce, J. (2018). 7. Central Bank Digital Currency: The Uruguayan e-peso case in «Do We Need Central Bank Digital Currency?» n.º 82.

Os bancos enfrentam as novas formas de dinheiro

O lançamento da libra por parte do Facebook e de outras 27 empresas colocou novamente em discussão o debate sobre as criptomoedas e a operação dos atuais sistemas de pagamento. Após a queda no valor do *bitcoin* o questionamento sobre a sua capacidade de funcionar como dinheiro, muitos veem as *stablecoins* como uma alternativa com maior potencial de adoção. Neste caso, as duas formas de dinheiro «tradicional» (dinheiro e depósitos bancários) devem enfrentar esta nova concorrência. Neste artigo, discutiremos o que caracterizaria esta concorrência entre formas de dinheiro, quais são os desafios que a mesma colocaria para os bancos e que ações poderiam tomar para as enfrentar.¹

Os avanços nas tecnologias de pagamento permitem o surgimento de novas formas de dinheiro, que a longo prazo podem levar a uma maior concorrência por depósitos bancários.

- **A tecnologia de liquidação de pagamentos é o mecanismo através do qual é garantido que o dinheiro é debitado na conta do pagador e creditado na do beneficiário, registando assim a alteração na propriedade do dinheiro.** Com exceção do dinheiro, atualmente todas as infraestruturas de pagamento estabelecidas utilizam de alguma forma um valor que centraliza a validação destes movimentos entre contas, seja o banco central de cada jurisdição, a Visa ou a Mastercard para esquemas de cartões ou o Alipay e o WeChat nos seus ecossistemas na Ásia, entre outros. Esta centralização acarreta algumas ineficiências, especialmente na área dos pagamentos internacionais, que se manifestam em atrasos nas transferências e na falta de rastreabilidade do seu estado, e que são resultado da fragmentação e pouca interligação destas infraestruturas. Ao eliminar a necessidade de centralizar a validação, a utilização da DLT² (a tecnologia *blockchain* é um bom exemplo) pode produzir ganhos de eficiência que justificariam o custo de implantação de novas infraestruturas de pagamento e, acima delas, novas moedas.
- **Até agora apareceram várias criptomoedas, embora as que possuem maior potencial para se tornar numa nova forma de dinheiro sejam aquelas que apoiam o seu valor em algum tipo de ativo.** Uma boa opção assenta em apoiar-se numa moeda de curso legal, como é o caso da tether, da USD Coin ou da paxos, por exemplo. Os seus emissores estabelecem um rácio de conversão, por exemplo em relação ao dólar, e definem mecanismos para o manter, para que os preços dos bens e serviços nas duas moedas sejam fixos. Outra opção é apoiar-se num cabaz de moedas ou outros ativos cujo valor flutue com o mercado. Neste caso, dependendo de quando foram adquiridos, os bens e serviços pagos nesta moeda seriam mais ou menos caros do que se fossem pagos em dólares. A libra é um exemplo deste último tipo, juntamente com criptomoedas indexadas ao ouro.
- **Naturalmente, implementar esta nova infraestrutura a partir do zero não é uma tarefa que qualquer indivíduo pode assumir, sendo que qualquer emissor privado com capacidade para o fazer deve enfrentar desafios regulamentares consideráveis.**³ Em qualquer caso, é possível pensar num futuro no qual os depósitos bancários possam ter que competir pela liquidez dos agentes económicos não apenas com dinheiro, mas também com as criptomoedas que atingiram uma adoção suficiente.

Para os bancos, os depósitos dos clientes são uma peça central no seu modelo de negócios. Portanto, alguns⁴ consideram que uma maior concorrência representa um desafio para as instituições financeiras tradicionais.

- **Os depósitos são uma fonte estável de financiamento para os bancos e representam um aspeto fundamental para a intermediação bancária,** processo pelo qual as entidades canalizam as poupanças para investimentos produtivos através da concessão de empréstimos.
- **Também são uma fonte de rendimentos** para as instituições, graças aos serviços de cobrança e pagamento associados, como transferências, compras com cartão ou débito direto e gestão de recibos, entre outros.

Vantagens e desvantagens da libra

Reserva de valor	✗ Sem cobertura do Fundo de Garantia de Depósitos. Sem remuneração dos recursos.
Unidade de conta	✗ O euro é a única moeda de curso legal em Portugal (a única com plenos poderes para o pagamento de dívidas). Risco da taxa de câmbio.
Meio de troca	
Aceitação	✓ O ecossistema do Facebook conta com 2.410 milhões de utilizadores ativos.
	✗ Boa experiência de utilizador dos métodos de pagamento atuais no ponto de venda físico.
Facilidade de utilização	✓ Melhor adaptação a ambientes digitais (<i>smart contracts</i> , possibilidade de adicionar uma maior quantidade de dados associados à transação...).
Rapidez	✓ Pagamentos com liquidação instantânea para qualquer parte do mundo, disponíveis 24/7/365 em qualquer lugar com ligação.
Omnipresença	
Segurança	✗ Atualmente não desfruta da máxima perceção de segurança (os depósitos e os seus métodos de pagamento, sim).

Fonte: BPI Research.

1. Este artigo analisa apenas o cenário de criptomoedas impulsionadas por emissores privados. Um cenário no qual as criptomoedas fossem impulsionadas pelos bancos centrais levaria em consideração, por conceção, a estabilidade do sistema financeiro e o papel a ser desempenhado pelos bancos. Consequentemente, seria um cenário mais favorável para os bancos do que o discutido aqui.

2. Ver o artigo «Novas tecnologias e criptomoedas: bem-vindos ao novo paradigma digital» neste Dossier.

3. Ver o artigo «Libra, a criptomoeda do Facebook» neste Dossier.

4. Ver BIS (2018). «Central bank digital currencies». E Adrian, T. e Mancini-Griffoli, T. (2019). «The Rise of Digital Money». FinTech Notes. FMI.

- **Finalmente, os depósitos e os seus meios de pagamento associados também são uma fonte muito valiosa de informações para os bancos.** Por exemplo, o volume e a frequência destas transações são variáveis que podem ser utilizadas para estabelecer padrões de receitas e despesas ou estimar a capacidade de pagamento de um empréstimo. Isto permite aos bancos melhorar a sua análise de risco, personalizar ofertas comerciais ou reduzir a fraude, por exemplo.
- **Assim, num cenário hipotético no qual as moedas digitais poderão substituir significativamente as formas tradicionais de dinheiro, o modelo de negócio bancário enfrentaria vários desafios.** Em primeiro lugar, produzir-se-ia uma contração das margens (tanto nos depósitos como nos serviços de cobranças e pagamentos) devido à maior concorrência. Em segundo lugar, uma maior volatilidade e um maior custo das suas fontes de financiamento devido à eventual substituição de depósitos a retalho por outros instrumentos de financiamento. Por sua vez, esta maior volatilidade do passivo bancário poderia limitar a capacidade de concessão de crédito devido à necessidade de cumprir os índices de liquidez impostos pelos Acordos de Basileia III.⁵ Finalmente, a perda de informação por causa das transações na nova moeda pode limitar a capacidade dos bancos de oferecer empréstimos com a taxa de juro mais adequada ao risco do cliente. Todas estas situações fariam com o que o crédito se tornasse mais caro.

Para julgar até que ponto estes desafios são importantes para os bancos, é útil analisar quais são os elementos que determinariam a intensidade da concorrência que os depósitos sofreriam e ver em qual deles as *stablecoins* poderiam apresentar uma vantagem comparativa.

- **As *stablecoins* possuem certas vantagens em aspetos fundamentais relacionados com a sua eficiência como meio de pagamento.** Embora seja verdade que nos países desenvolvidos o dinheiro tradicional é, em grande parte, um mecanismo muito eficiente para efetuar transferências ou pagamentos internos no ponto de venda físico, as novas formas de dinheiro permitiriam que os pagamentos instantâneos fossem efetuados em qualquer lugar do mundo, a qualquer hora e desde qualquer lugar com ligação à rede. Além disso, em ambientes digitais, ofereceriam maior facilidade de uso devido à maior capacidade de integração com estes ambientes e por poderem fornecer novas funcionalidades como pagamentos condicionais, pagamentos automatizáveis ou a automatização de processos de conciliação.
- **No entanto, existem vários aspetos que dificultam a adoção de novas formas de dinheiro.** O mais fundamental de tudo é alcançar um nível de confiança suficientemente alto por parte dos utilizadores. Uma moeda digital será usada apenas como meio de pagamento ou instrumento de poupança se as pessoas confiarem nela, porque é emitida e rastreada, seja por um banco central ou por entidades sujeitas a regras de governação e estruturas legais que atenuem possíveis conflitos de interesses. No caso de uma libra, outras desvantagens são os possíveis riscos cambiais para os utilizadores por terem um rácio de conversão variável em relação a uma moeda de curso legal e que não ofereceria retorno em forma de juros.
- **No entanto, o maior desafio que estas novas formas de dinheiro enfrentam é o de produzir efeitos de rede suficientemente potentes para justificar os custos de adoção.** Afinal, é inútil ter o dinheiro com a tecnologia de liquidação mais eficiente que alguma vez existiu se não existir alguém com quem o possa trocar. As formas tradicionais de dinheiro jogam com vantagem porque são amplamente aceites. No caso das moedas digitais, até agora apenas a libra, mercê da enorme base de utilizadores do Facebook e ao seu ecossistema propício ao comércio eletrónico, poderiam tirar proveito dos efeitos da rede e promover uma adoção relativamente rápida.

Quais são as opções que os bancos teriam para lidar com esta maior concorrência?

- **A principal alternativa para os bancos é continuar a inovar para obter eficiência e oferecer a melhor experiência ao cliente.** As alterações no comportamento do cliente e dos negócios aumentarão a procura por novos serviços, como pagamentos invisíveis⁶ ou programáveis, serviços de elevado valor acrescentado para os comércios digitais, empresas e particulares, pagamentos internacionais instantâneos ou serviços para a gestão da privacidade e a confidencialidade dos dados. Nos últimos anos, os bancos melhoraram significativamente a sua oferta com novos serviços, como os pagamentos móveis ou pagamentos internos instantâneos entre particulares.⁷ Da mesma forma, os bancos também estão a explorar as possibilidades da tecnologia DLT e têm vindo a experimentar as *stablecoins* de utilização grossista para resolver a baixa interligação dos diferentes mercados interbancários regionais e possibilitar pagamentos internacionais instantâneos.
- **Existem muitas incertezas a serem resolvidas e é possível que o projeto libra demore tempo para dar frutos, se finalmente acontecer. Contudo, a velocidade com a qual esta área evolui exige que os bancos tradicionais aproveitem todas as possibilidades oferecidas pelas novas tecnologias para melhorar a experiência dos seus clientes no mundo dos pagamentos.** Afinal, a velocidade de adoção de um novo produto ou serviço depende, em grande parte, da sua capacidade de ir ao encontro das necessidades dos seus utilizadores: deve ser mais barato, rápido e fácil de usar do que as alternativas atuais.⁸ É neste ponto que os bancos devem demonstrar a sua capacidade de inovação e adaptação para enfrentar com sucesso os desafios e as oportunidades que surgem das moedas digitais: ouvindo os seus clientes e oferecendo o que eles precisam.

5. O coeficiente de financiamento estável líquido (NSFR) exige que os bancos mantenham uma determinada percentagem de financiamento estável em relação aos empréstimos que concederam. Ver Kumhof, M. e Noone, C. (2018). «Central bank digital currencies». Staff Working Paper n.º 725. Banco da Inglaterra.

6. O conceito de pagamento invisível refere-se à utilização de tecnologias de pagamento que permitem prescindir do suporte físico (cartão ou notas) para liquidar a transação.

7. Em Espanha, a plataforma Bizum, uma solução de pagamento instantâneo entre indivíduos criada em 2016, atingiu 4 milhões de utilizadores em junho de 2019, representando ± 10% da população bancária.

8. Ver Van Steenis, H. (2019). «Future of Finance». Banco da Inglaterra.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

Design e produção: www.cegegglobal.com

