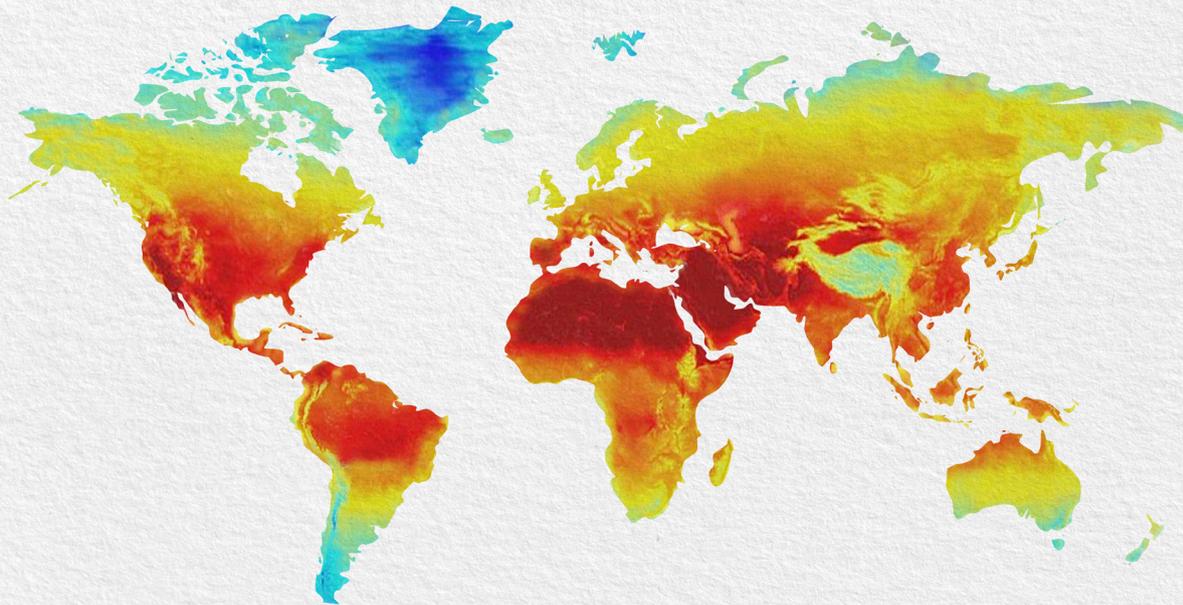


IM11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2019



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
O «sentido e a sensibilidade» das mensagens do BCE

ECONOMIA PORTUGUESA
Investimento em Portugal: a caminhar para setores mais produtivos

ECONOMIA ESPANHOLA
Quo vadis, consumo?

DOSSIER: TRAVAR AS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS: AGORA OU NUNCA

Desafio climático: o futuro do planeta está em causa

Alterações climáticas: consequências e dificuldades para a travar

Como agir perante as alterações climáticas? Ações e políticas

Alterações climáticas, a transição verde e o setor financeiro

INFORMAÇÃO MENSAL

Novembro 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:

31 de outubro de 2019

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O «sentido e a sensibilidade» das mensagens do BCE*

11 *O adeus de (Super) Mario Draghi*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Investimento em Portugal: a caminhar para setores mais produtivos*

24 ECONOMIA ESPANHOLA

26 *Quo vadis, consumo?*

29 DOSSIER: TRAVAR AS ALTERAÇÕES CLIMÁTICAS: AGORA OU NUNCA

29 *Desafio climático: o futuro do planeta está em causa*

31 *Alterações climáticas: consequências e dificuldades para as travar*

33 *Como agir perante as alterações climáticas? Ações e políticas*

35 *Alterações climáticas, a transição verde e o setor financeiro*

Alterações climáticas: o desafio do nosso século

As alterações climáticas representam um enorme desafio. Não as travar implicaria custos, económicos e sociais, incalculáveis a longo prazo. Trata-se também de um problema de natureza global que requer uma ação coordenada sem precedentes a nível mundial. Dependendo da forma como se lida com esta questão, pode ser um travão para o crescimento ou um incentivo, um catalisador do multilateralismo ou uma fonte de conflitos entre países.

Pelo menos já foi dado um primeiro passo muito importante: um diagnóstico partilhado a nível global. Pode haver mais ou menos incerteza sobre a velocidade e dimensão das alterações climáticas, mas poucos negam a sua existência e a acumulação de gases de efeito estufa (GEE) produzidos pela atividade humana como a sua causa principal. Para tal, foi fundamental o trabalho técnico do Painel Intergovernamental sobre Mudanças Climáticas. De acordo com as suas conclusões, a comunidade internacional comprometeu-se a evitar um aumento da temperatura média global de mais de 2°C em relação aos níveis pré-industriais, o que exige uma redução das emissões globais de GEE de cerca de 30% em 2030 em relação aos níveis atuais.

Com este compromisso, cada país deve agora definir os seus planos de ação. Dado que mais de 60% das emissões de GEE são de dióxido de carbono derivado da utilização de combustíveis fósseis, não há dúvidas de que no centro destes planos deve existir uma estratégia de transição para um modelo de energia mais eficiente e menos poluente. Contudo, não podemos esquecer a importância das políticas nos setores agrícola, pecuário ou florestal para influenciarem a evolução das emissões de GEE (os fertilizantes e as vacas também contribuem de forma significativa para as mesmas, enquanto as florestas reduzem as emissões através da sua captura).

Todos estes planos devem ser definidos sem demora para oferecer segurança e permitir uma abordagem gradual. Quanto mais demorarmos, mais agressivos serão, porque seremos forçados a reduzir mais emissões em menos tempo. Isto, para além de não ser eficiente, pode comprometer a sustentabilidade política destes planos.

Como exemplo temos o caso de França e o movimento dos coletes amarelos, onde as medidas destinadas a combater as alterações climáticas podem repercutir-se numa forte resposta social que as podem colocar em causa. Para as evitar, é desejável que os planos de qualquer governo obtenham um vasto consenso entre os principais partidos políticos. O apoio social também pode ser reforçado por intermédio de processos de consulta, envolvendo especialmente os grupos mais afetados, por uma comunicação clara das políticas a seguir e a sua respetiva lógica, e a introdução de ajudas às famílias, empresas e trabalhadores mais vulneráveis.

Também é importante que as receitas derivadas do aumento dos impostos sobre o carbono – uma medida inevitável – sejam utilizadas de forma transparente, produtiva e equitativa. Parte destes recursos deveriam ser dedicados à promoção de investimentos em tecnologias para combater as alterações climáticas. O setor público pode desempenhar um papel importante na investigação básica em áreas como a tecnologia de captura e de armazenamento de dióxido de carbono, o desenvolvimento de baterias que permitem armazenar energia de fontes renováveis ou a implantação de redes elétricas inteligentes. Com um bom impulso do investimento público, a UE pode aspirar à liderança tecnológica nesta área.

Também são necessárias regras claras para promover o investimento privado de empresas e famílias e atrair fundos para o levar a cabo. Muitos dos investimentos que devem favorecer a transição energética exigem longos períodos de reembolso. Portanto, a certeza e garantia de estabilidade na implementação da norma são essenciais. Como vimos recentemente na Europa, declarar o fim de uma era (por exemplo, a do carro a gasóleo ou mesmo a do motor de combustão) sem lançar as bases para a próxima, apenas cria confusão e paralisa os investimentos.

Cronologia

OUTUBRO 2019

- 11** Os EUA e a China trabalham numa primeira fase de um acordo comercial, e os EUA suspendem a implementação de um aumento das taxas aduaneiras prevista para 15 de outubro.
- 17** O Reino Unido e a UE fecham um novo acordo de saída.
- 28** A UE prolonga o *Brexit* até 31 de janeiro de 2020.
- 31** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 25 p. b. para o intervalo de 1,50%-1,75%. Termina o mandato de Mario Draghi como presidente do BCE.

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.

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.

Agenda

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).

DEZEMBRO 2019

- 2** Portugal: dívida pública (outubro).
- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
- 10-11** Comité Monetário da Fed.
- 12** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 12-13** Conselho Europeu.
- 13** Portugal: atividade turística (outubro).
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).
- 20** Portugal: indicadores coincidentes (novembro).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T).
Execução orçamental do Estado (novembro).
- 26** Espanha: balança de pagamentos e PIIN (3T).
- 27** Portugal: execução orçamental da Administração Pública (novembro).
- 30** Espanha: contas nacionais trimestrais (3T).
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Espanha: evolução do IPC (dezembro).
- 31** Portugal: evolução do IPC (dezembro).

O banco dos economistas

Todos temos um treinador dentro de nós. Pense, por exemplo, no que sentiu na última vez em que viu a sua equipa perder. *Há tempo que o deviam ter vendido! É preciso procurar uma solução eficiente no banco!* São expressões que todos já ouvimos e que inclusivamente proferimos.

Há anos que também acontece o mesmo no campo da economia, embora normalmente com menos paixão. *A culpa é toda dos cortes! É óbvio que o BCE deve reduzir ainda mais as taxas de juro!* Quem é que nunca vestiu o fato de ministro ou ministra da Economia para contar aos amigos um livro de medidas com as quais ajudaria a resolver os problemas do país ou até do mundo inteiro numa questão de dias?

No entanto, enquanto continuamos a vestir regularmente o fato de treinador, existem cada vez menos pessoas suficientemente corajosas, ou imprudentes, que assumiriam o papel de ministro ou ministra da Economia no contexto atual.

Os dados divulgados nas últimas semanas confirmaram que o cenário de desaceleração do crescimento global, não de recessão, continua de acordo com o previsto. Nos EUA, o PIB aumentou 2,0% homólogo no 3T; na China, 6,0%, e na Zona Euro, o crescimento permaneceu nuns modestos 1,1%. Todos estes números estão alinhados com as expectativas, mas desenham uma clara tendência de queda que gera preocupação. A confusão aumenta quando colocamos a questão: qual deve ser a resposta da política económica neste contexto? Aqui está a pergunta fatídica, pois as opções tradicionais da política económica não parecem ser as mais apropriadas agora.

A ferramenta mais utilizada nos últimos anos tem sido a política monetária. Contudo, é um recurso que já foi espremido ao máximo e o apoio que agora pode oferecer é relativamente limitado.

Por exemplo, o BCE estava obrigado na sua reunião de outubro a consolidar a expectativa de que as taxas de juro vão permanecer muito baixas durante muito tempo. É que o estímulo económico seria mínimo caso fossem decretadas novas descidas nas taxas de juro. No entanto, convém observar que, se as taxas de juro permanecerem tão baixas durante um longo período, poderão acabar por criar bolhas nos preços dos ativos financeiros ou imobiliários e problemas de estabilidade financeira. Este é um aviso que o Banco Internacional de Pagamentos tem vindo a fazer reiteradamente.

A política fiscal clássica, que pretende estimular a procura com um corte de impostos ou um aumento na despesa corrente, também não parece oferecer muito apoio. A dívida pública permanece em níveis que há décadas não eram

observados na maior parte dos países desenvolvidos (a Alemanha é a grande exceção). É verdade que, devido ao facto das taxas de juro estarem em níveis tão baixos, o esforço financeiro que o setor público deve fazer para pagar a dívida permanece contido. No entanto, a prudência deve ser máxima, dado que as mudanças no contexto que façam reavaliar o risco do país, como aconteceu em Itália, podem provocar problemas nas finanças públicas. Além disso, como vimos nos EUA, com o estímulo fiscal levado a cabo pela Administração Trump em 2018, este tipo de medidas podem aumentar significativamente o ritmo de crescimento, mas o efeito é temporário. Quando isto se dilui, a economia desacelera novamente e acaba por registar um nível mais alto de dívida pública.

Nem as denominadas políticas de oferta, como uma maior flexibilidade de mercado, parecem ser fáceis de aplicar no contexto atual. De forma geral, estes tipos de medidas podem aumentar a capacidade de crescimento de uma economia a médio prazo, mas normalmente ocasionam custos económicos e sociais a curto prazo. É que a maior eficiência económica alcançada pode-se traduzir, pelo menos de forma temporária, num aumento do desemprego e em dificuldades para as empresas menos competitivas. Certamente existem áreas que precisam de ser exploradas, como a redução de impedimentos ao crescimento das empresas ou medidas que promovam as contratações sem termo. Contudo, num momento de elevada polarização social e de forte crescimento dos denominados partidos populistas, a implementação de políticas de oferta é, de forma generalizada, muito arriscada.

O que podemos fazer, então, para estimular a economia a curto prazo? *Fomentar o investimento!* Existem três áreas em que existe um vasto consenso sobre o facto de que é necessário e possível efetuar um esforço significativo em termos de investimento: infraestruturas (especialmente nos EUA e na Alemanha), digitalização e economia circular (por favor, leia o Dossier desta *Informação Mensal* se ainda não está convencido). O papel do setor público é crucial para contribuir para que os recursos disponíveis sejam direcionados para estes âmbitos. Para tal, não é necessário aumentar a despesa pública de forma significativa. É preciso ser criativo, pensar numa combinação de impostos e incentivos fiscais que melhor atendam as novas prioridades e projetar um quadro regulamentar que facilite a mobilização de recursos para estes objetivos. Embora possam parecer palavras grandiloquentes, com pouco conteúdo, se ler os artigos que escrevemos sobre estes temas nas páginas da *Informação Mensal*, encontrará medidas concretas. **Ainda há uma solução eficiente que está sentada no banco dos economistas.**

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	-0,35	0,30	0,67
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,05	0,48	0,81
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	0,13	0,71	1,05
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,45	1,10	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	0,06	0,79	1,25
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	0,32	1,03	1,42
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,55	1,20	1,52
Prémio de risco	19	362	149	147	90	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	117,93	121,90	128,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	107,21	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	2,9	3,2	3,4
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,5	2,3	1,6	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	0,6	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	1,1	1,9	1,4	1,2	1,1	1,4
Países emergentes	6,6	5,1	4,8	4,5	3,8	4,4	4,6
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	6,3	6,5
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	0,5	1,3	2,1
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	2,2	2,8	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	0,7	1,6	1,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,4	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	1,3	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	0,7	1,0	1,4
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,1	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	4,8	4,6
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	3,0	2,8	2,9
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,6	3,8
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,7	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	4,6	3,7	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	16,1	13,1	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	4,3	4,8	4,9

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)	-9,2	-4,1	1,2	0,4	-0,7	-0,7	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,7	2,1	1,4	0,2	0,2	0,5
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	0,7	1,0	1,4
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

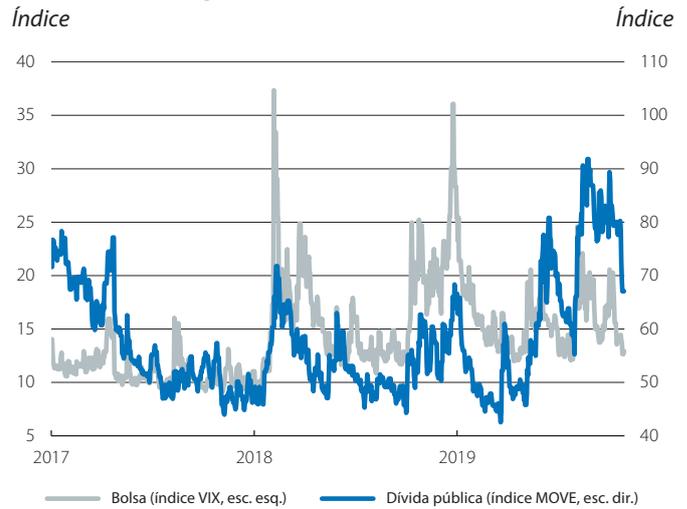
Pausa nos mercados financeiros

Recuperação do apetite pelo risco. Após um verão turbulento, desde setembro que os estímulos monetários adotados pela Fed e pelo BCE serviram como ponto de partida para uma melhoria progressiva do sentimento dos investidores. Além disso, em outubro a tendência dos mercados financeiros continuou a recuperar de forma gradual, com os investidores a avaliar positivamente a abordagem comercial entre os EUA e a China e os avanços no *Brexit* (consultar a secção de Economia Internacional). No entanto, em torno desta tendência de melhoria, a volatilidade de todos os ativos financeiros (e especialmente os da dívida pública) permaneceu relativamente elevada devido à ausência de soluções firmes nos dois conflitos. Assim, nalguns mercados sensíveis às declarações e às mensagens políticas dos bancos centrais, em outubro as principais bolsas mundiais fecharam em terreno positivo e recuperaram parte das perdas sofridas durante o verão, as taxas de juro soberanas dos dois lados do Atlântico recuperaram com força e os preços das matérias-primas aumentaram.

As bolsas sobem de forma generalizada. Além da recuperação do sentimento, outubro ofereceu aos mercados de rendimento variável outro argumento para apoiar a melhoria das expectativas: o início da época de divulgação dos resultados das empresas no 3T 2019. A maior parte dos lucros apresentados até à data de fecho desta *Informação Mensal* superaram largamente as previsões dos analistas, especialmente nos EUA (embora convém lembrar que, desde o início do ano, os analistas diminuíram de forma generalizada as suas previsões devido ao agravamento das perspetivas de crescimento económico). Assim, os índices bolsistas das economias desenvolvidas registaram ganhos no conjunto do mês (S&P 500 +2,0% e EuroStoxx 50 +1,0%). Em termos setoriais, a recuperação do sentimento dos investidores refletiu-se na revalorização das empresas financeiras (favorecidas pelo aumento das taxas de juro soberanas) e das cíclicas (aquelas cujos lucros são mais sensíveis ao ciclo económico). Por outro lado, os índices bolsistas das economias emergentes também experimentaram aumentos (MSCI Emerging Markets +4,1%), na expectativa de uma melhoria das relações comerciais entre Washington e Pequim.

As taxas de juro soberanas continuam a recuperar. Apesar de no início de outubro as taxas de juro soberanas dos EUA e da Zona Euro terem caído novamente devido à publicação de alguns dados de atividade débeis, no decorrer do mês recuperaram novamente graças aos desenvolvimentos positivos em torno das negociações comerciais entre os EUA e a China e o *Brexit*. Além disso, nos EUA, a curva soberana reverteu pela primeira vez desde junho, com a taxa de juro a 10 anos acima da taxa de juro a três meses (historicamente, uma curva invertida antecipou uma entrada em recessão após alguns trimestres). Da mesma forma, na Europa, a melhoria do apetite pelo risco significou um aumento na rentabilidade do *bund* alemão (em cerca de +20 p.b.), e a redução dos prémios de risco da periferia da Zona Euro para os níveis mais baixos do ano.

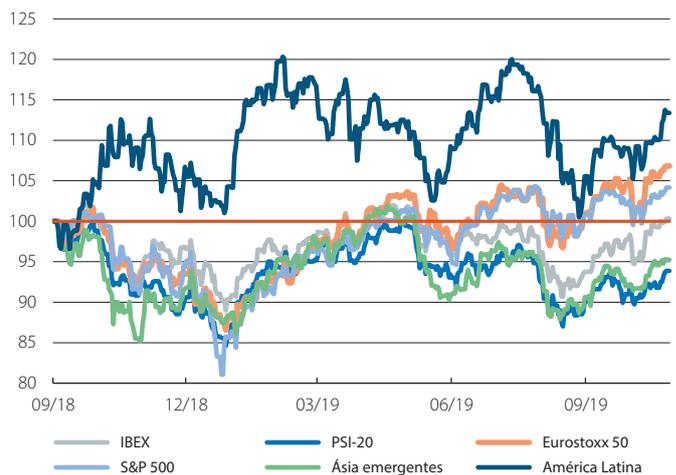
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = setembro 2018)



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

EUA: inclinação da curva das taxas de juro

(p. b.)



Nota: Diferença entre as taxas de juro soberanas a 10 anos e 3 meses.

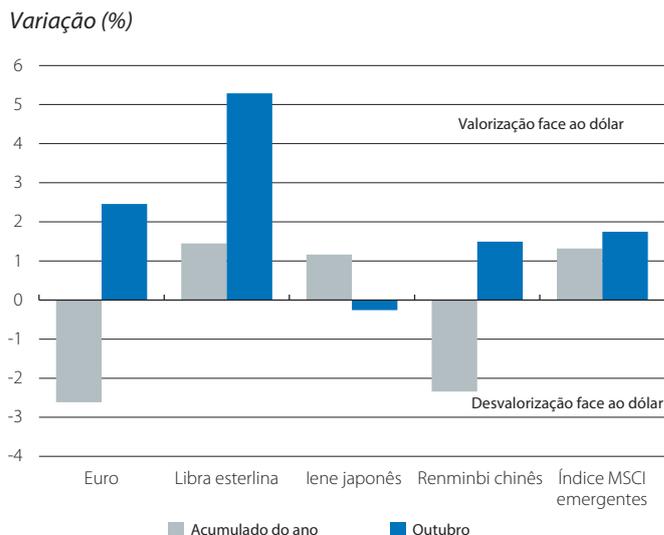
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Valorização da libra após o acordo do Brexit. O otimismo dos investidores em relação ao *Brexit* também se estendeu para o mercado cambial através da taxa de câmbio da libra, que valorizou mais de 4% (face ao dólar e ao euro) após a publicação do acordo de saída entre o Reino Unido e a UE. Além disso, e como reflexo de uma menor aversão ao risco, o dólar norte-americano desvalorizou face à maior parte das moedas das economias avançadas e emergentes (o peso argentino foi uma das exceções, com uma desvalorização ligeiramente acima dos 3% perante as perspetivas de uma mudança no governo após as eleições gerais realizadas a 24 de outubro).

O BCE defende o estímulo de setembro na despedida de Draghi. Após as importantes medidas anunciadas em setembro (principalmente, o corte na taxa de juro depo para -0,50% e o restabelecimento das compras líquidas de ativos a um ritmo de 20.000 milhões de euros por mês), não surgiram novidades na reunião de outubro do BCE. Os membros do Conselho do BCE destacaram a persistência do cenário de baixo crescimento económico, de uma taxa de inflação débil e a elevada incerteza para apoiar as decisões tomadas em setembro e reafirmar a necessidade de uma política fiscal mais expansiva. Além disso, pediram unidade e deixar para trás o desacordo evidenciado no mês anterior. Por outro lado, esta foi a última reunião de Mario Draghi à frente do BCE (Christine Lagarde assumirá o cargo em novembro), sendo que grande parte da conferência de imprensa posterior foi dedicada a avaliar o seu legado. Neste sentido, Draghi defendeu a política de taxas de juro negativas e outras medidas de política monetária não convencional, enquanto também foram recordadas as suas palavras *Whatever it takes* (o que for preciso), com as quais será lembrado por ter posto termo, em 2012, ao receio de uma rutura da Zona Euro.

A Fed desce as taxas de juro pela terceira vez este ano. Apoiando-se novamente na persistência de riscos no cenário e em pressões inflacionistas moderadas, a Reserva Federal reduziu as taxas de juro em 25 p.b. para o intervalo 1,50%-1,75%. Na conferência de imprensa após a reunião, o presidente Jerome Powell referiu que este nível de taxas de juro é o indicado para o cenário económico da Fed, que prevê um crescimento moderado, um mercado de trabalho robusto e uma aproximação da taxa de inflação ao seu objetivo. Neste sentido, Powell também sugeriu que, face à ausência de mudanças significativas no cenário, não haverá alterações nas taxas de juro nos próximos meses. Embora esta referência seja aplicada de forma equitativa a possíveis subidas e descidas, os comentários de Powell sugeriram uma menor predisposição para aumentar as taxas de juro, sendo provável que a Reserva Federal mantenha uma tendência acomodatória nos próximos trimestres. Por outro lado, no início de outubro, a Fed decidiu – numa reunião de emergência – comprar dívida pública a curto prazo a um ritmo de 60.000 milhões de dólares por mês, com o objetivo de aumentar as reservas bancárias e a liquidez nos mercados interbancários. Em relação a esta decisão, os membros da Fed afirmaram que não se trata de um novo QE, dado que em comparação com as compras de ativos levadas a cabo após a Grande Recessão (centradas em ativos com vencimentos a longo prazo), desta vez não existe um objetivo de redução do prémio temporário da dívida soberana.

Moedas internacionais face ao dólar



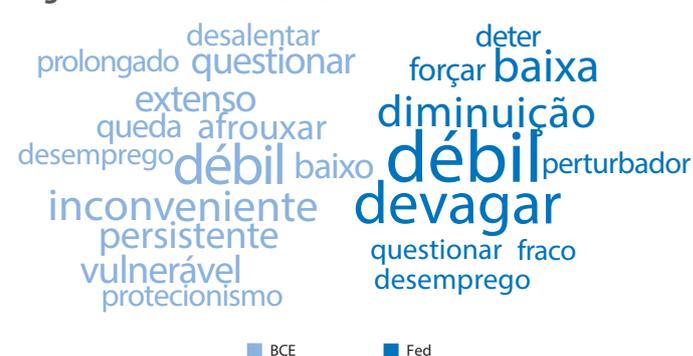
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Zona Euro e EUA: expectativas de inflação do mercado



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

Reuniões de outubro: principais palavras negativas dos comunicados



Fonte: BPI Research.

O «sentido e a sensibilidade» das mensagens do BCE

- A comunicação é uma das ferramentas mais poderosas da política monetária. Neste sentido, o BPI Research desenvolveu um índice que mede o sentimento das comunicações do BCE.
- O nosso índice de confiança do BCE possui uma forte associação com os indicadores de atividade da Zona Euro e antecipa mudanças nas taxas de juro de referência.
- O índice mostra uma forte deterioração do sentimento do BCE entre o final de 2017 e o 3T 2019 e mostra como a incerteza geopolítica impactou na visão do BCE sobre a conjuntura económica.

É uma verdade (quase) universalmente reconhecida que a **comunicação é uma das ferramentas mais poderosas da política monetária**.¹ Esta situação é ilustrada pela reação do mercado à reunião do BCE no passado mês de setembro, que mostra um contraste acentuado entre o momento da publicação das decisões de política monetária (13:45 horas) e as reações durante a conferência de imprensa (14:30-15:30 horas), na qual Mario Draghi contextualizou e avaliou as decisões com uma visão detalhada do cenário (incluindo as novas previsões económicas). Podemos analisar quantitativamente o sentimento desta e das restantes comunicações do BCE?

Índice BPI Research de sentimento: uma análise quantitativa da comunicação do BCE

O índice de sentimento do BCE mede o pessimismo ou otimismo emitido pelos comunicados lidos pelo presidente do BCE na conferência de imprensa após cada reunião de política monetária.² Estes comunicados, redigidos para refletir a visão acordada do Conselho do BCE,³ apresentam uma avaliação dos indicadores mais recentes (como os registos de atividade mais recentes ou a evolução dos mercados financeiros), os principais riscos e as perspetivas para a Zona Euro: ou seja, **ou seja, sintetizam a visão do banco central sobre a conjuntura económica**.

Para avaliar da forma mais objetiva possível o quão otimistas ou pessimistas são estas declarações, utilizamos dois dicionários económicos que classificam cerca de 90.000 palavras em três categorias: positiva, neutra ou negativa.⁴ Por exemplo, «sólido» é um termo positivo e «débil» é negativo. Contudo, «crescimento» é neutro (pode ser «sólido» ou «débil»). Assim, calculamos o sentimento de cada reunião do BCE como a diferença entre o número de palavras positivas e negativas no comunicado em questão, normalizadas pelo total de palavras do comunicado:⁵

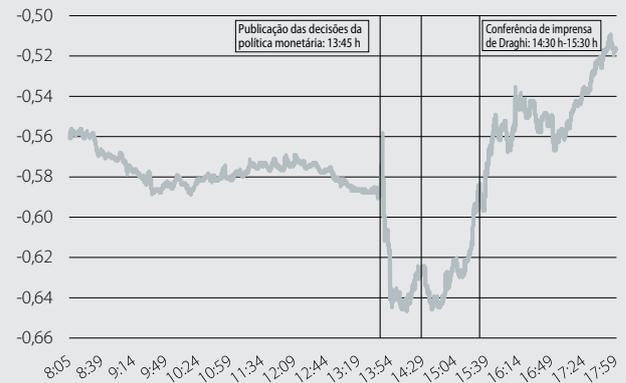
$$\text{Sentimento} = \frac{\sum \text{palavras positivas} - \sum \text{palavras negativas}}{\text{Total de palavras}}$$

Apesar da aparente simplicidade deste cálculo, o segundo gráfico mostra que **o nosso índice de sentimento do BCE possui uma forte associação com os indicadores de atividade da Zona Euro** (como o índice de sentimento económico [ESI] elaborado pela Comissão Europeia). Além

1. O artigo «Mario Draghi e a sua 'parole, parole'» na IM01/2018 analisa o poder da comunicação como ferramenta da política monetária.
 2. A análise começa em janeiro de 2000 e engloba um total de 217 comunicados de imprensa e 151.296 palavras.

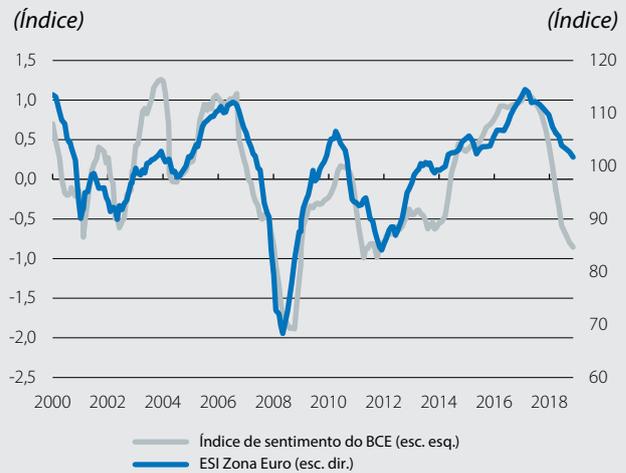
Alemanha: taxa de juro a 10 anos da dívida soberana

Cotações de 12 de setembro de 2019 (%)



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

Zona Euro: sentimento económico



Fonte: CaixaBank Research e Comissão Europeia.

3. Excluimos da análise a secção de perguntas da imprensa.
 4. As fontes utilizadas são o Dicionário Loughran/McDonald (Loughran, T. e McDonald, B., 2011, «When is a Liability not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks». Journal of Finance, 66:1, 35-65) e o Dicionário para a Estabilidade Financeira da Reserva Federal (Correa, R. et al. (2017). «Sentiment in Central Banks' Financial Stability Reports». International Finance Discussion Papers 1203). É necessário utilizar estes dicionários específicos, pois noutros mais generalistas é atribuído um caráter positivo ou negativo a palavras que – do ponto de vista económico – são neutras (como por exemplo «imposto»).

5. O índice de sentimento do BCE é uma versão padronizada da média móvel de 12 meses deste indicador, com pesos decrescentes (atribuem uma maior importância aos comunicados mais recentes).

disso, as suas flutuações previam antecipadamente as alterações na taxa de juro de referência (antes de se estagnar em 0%).⁶

A volta de 180 graus do BCE a partir de uma perspetiva comunicativa

Além de nos oferecer um indicador de sentimento, o índice permite-nos entender melhor a volta de 180 graus que o BCE deu no último ano e meio, no decorrer do qual passou de preparar o primeiro aumento das taxas de juro para o lançamento de um novo pacote de estímulos. De facto, no segundo gráfico, existe uma forte deterioração do sentimento do BCE entre o final de 2017 (quando recuperou para os níveis mais elevados dos últimos 10 anos) e o 3T 2019. Além disso, o sentimento do BCE tem sido muito mais forte do que o de outros indicadores, fazendo lançar a questão de saber se o pessimismo do banco central é uma reação exagerada ou se antecipa uma maior queda nos indicadores.

Esta deterioração reflete uma mudança na descrição do contexto económico, com uma redução do número de palavras positivas (caíram 30%) e, principalmente, um forte aumento dos termos negativos (triplicaram). Como é possível observar no terceiro gráfico, estes termos passaram de 8 palavras com uma frequência total de 25 ocorrências para 21 palavras com uma frequência total de 80 ocorrências.

Além disso, o terceiro gráfico também mostra uma deterioração da «qualidade» dos termos negativos: aparecem referências a «debilidade» (*weak*), «extensão» (*prolong*, *persist*, que refletem a persistência de uma situação que no início era uma desaceleração pontual da atividade ou um aumento temporário da incerteza), «ameaças» e «protecionismo» (*threat*, *protection*, numa alusão clara às tensões comerciais). De facto, a perda de otimismo (diminuição do número de palavras positivas) e o aumento do pessimismo (intensificação dos termos negativos) respondem a diferentes padrões, como mostra o quarto gráfico: enquanto o BCE dá continuidade à sua descrição da dinâmica positiva do cenário económico (ou seja, utiliza as mesmas palavras positivas, embora com menor intensidade), o aumento do pessimismo responde ao surgimento de uma nova narrativa (90% do aumento das palavras negativas está ligado ao aparecimento de novos vocábulos).

Quais são estes novos termos? Mesmo que o leitor siga apenas de forma superficial as conjunturas desta *Informação Mensal*, não causa surpresa observar o aparecimento de palavras relacionadas com o protecionismo no terceiro gráfico. Devido às tensões comerciais entre a China e os EUA, a geopolítica e, de forma particular, a incerteza criada pela mesma, tornaram-se no condicionante que está na moda na atual conjuntura económica. A visão do BCE não é exceção: como é possível observar no último gráfico, a utilização da palavra «incerteza» intensificou-se em todas as suas comunicações públicas.

6. Para o período 2000-2014, o índice de sentimento do BCE explica, significativamente e por si só, cerca de 50% da variação da taxa de juro refi a dois anos.

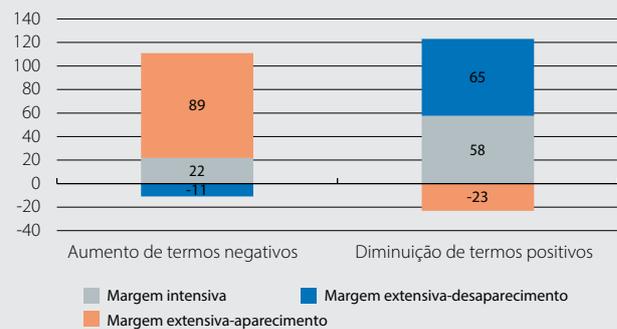
Comunicados de imprensa do BCE: principais palavras negativas



Nota: Comparação entre os comunicados de imprensa de setembro, outubro e dezembro de 2017 com os de junho, julho e setembro de 2019.
Fonte: BPI Research.

Alteração no sentimento do BCE: 4T 2017-3T 2019 *

Contribuição para a variação de termos positivos e negativos (%)



Nota: * Comparação entre os comunicados de imprensa de setembro, outubro e dezembro de 2017 com os de junho, julho e setembro de 2019.
Fonte: BPI Research.

Discursos do BCE: incidência do termo «incerteza»

Índice (mín. 0 - máx. 100) *



Nota: * É construído a partir de uma média móvel ponderada de 12 meses em relação à frequência com que o termo «incerteza» aparece. São utilizados todos os discursos dos membros do Comité Executivo do BCE disponíveis em <https://www.ecb.europa.eu/>
Fonte: BPI Research.

O adeus de (Super) Mario Draghi

- A 31 de outubro terminou o mandato de Mario Draghi, um presidente que deixa um banco central na fronteira tecnológica da política monetária.
- Sob a batuta de Draghi, o BCE ofereceu um apoio muito significativo à recuperação da Zona Euro. No entanto, as medidas mais recentes levantaram dúvidas sobre a margem de ação e a eficácia da política monetária.
- Christine Lagarde, com um perfil menos técnico, mas com uma visão de continuidade em termos de política monetária, assume uma situação económica sombria, onde surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE.

Após um mês de setembro repleto de anúncios, a reunião de 24 de outubro do BCE foi transitória, pelo menos num sentido: a 31 de outubro de 2019 terminou o mandato de Mario Draghi, o presidente mais carismático¹ da história da instituição.

O legado: um banco central na fronteira tecnológica

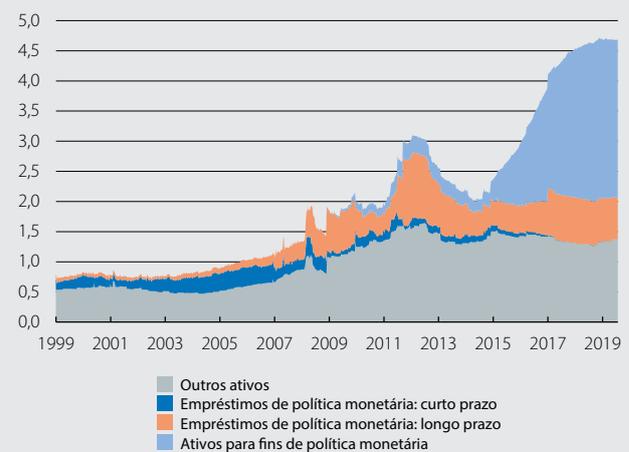
É possível resumir o legado de Draghi na sua frase mais famosa: *Whatever it takes*.² Três palavras com as quais Draghi, com apenas nove meses de mandato, pôs termo em 2012 ao medo a uma rutura da Zona Euro com a promessa de dirigir um BCE disposto a fazer o que fosse necessário para garantir a sobrevivência do euro. Com menos de 15 anos de história e com a exigência da recessão mais intensa das últimas décadas, sob o mandato de Draghi o BCE ergueu-se como o grande baluarte para estabilizar a economia europeia e revolucionou a política monetária da Zona Euro com a adoção de ferramentas na «fronteira tecnológica» dos bancos centrais: compras de ativos, taxas de juro de referência em níveis negativos, uso intensivo da comunicação,³ injeções de liquidez etc.

Esta revolução reflete-se no balanço do BCE, cujo tamanho mais que duplicou (+150%) desde 2011.⁴ E não só, dado que a sua composição também é muito reveladora: como é possível observar no primeiro gráfico, as compras de ativos e os empréstimos a longo prazo deixaram de ser praticamente inexistentes no período de pré-crise para passarem a representar atualmente 70% o balanço do BCE, refletindo a utilização intensa de ferramentas de política monetária não convencional.⁵

Tudo isto resultou numa política monetária amplamente acomodatória, que, segundo algumas estimativas, seria equivalente a ter reduzido a taxa de juro de referência do BCE para cerca de -7%.⁶ Além disso, se antes da crise financeira a política monetária ajustava-se muito mais às necessidades dos países do núcleo do que às da periferia, entre 2009 e 2015, o BCE encontrou um ponto intermédio entre as duas áreas. Desde então, o segundo gráfico mostra como a política monetária dei-

1. Assim mostram as alcunhas que recebeu durante o seu mandato: de «Super Mario» (um herói dos videogames) até à mais recente, «Drácula Draghi», assim denominado pelos críticos por causa das baixas taxas de juro.
2. Ou seja, «o que for preciso».
3. O artigo «Mario Draghi e a sua «parole, parole» na IM01/2018 analisa o poder da comunicação como ferramenta da política monetária.
4. Em percentagem do PIB, o tamanho do balanço do BCE (40%) excede em muito o da Fed (ligeiramente abaixo de 20%).
5. Por trás desta mudança estão, principalmente, a compra de ativos por um valor total de 2,6 biliões de euros do programa APP que teve início em 2015 (principalmente dívida pública e corporativa) e as diferentes rondas de injeções de liquidez no sistema financeiro através de empréstimos a longo prazo (a última foi a TLTRO-III, anunciada no passado mês de março), cujo stock é de 0,7 biliões de euros.

BCE: composição dos ativos do balanço (Biliões de euros)



Nota: Os empréstimos a curto e longo prazo consistem essencialmente em operações MRO e TLTRO, respetivamente. Os ativos para fins de política monetária incluem principalmente compras no âmbito do programa APP e outros programas anteriores (CBPP, SMP). A categoria «outros ativos» inclui ouro, dinheiro, reservas estrangeiras, outras operações de política monetária etc.

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

Zona Euro: regras de Taylor e taxa de juro sombra do BCE



Nota: O núcleo é composto pela Alemanha, Áustria, Bélgica, Finlândia, França, Holanda e Itália. A periferia é composta pela Espanha, Grécia, Irlanda e Portugal. A fórmula usada para as regras de Taylor $i_t = 1 + 1,5\pi_t - (u_t - u_t^*)$, onde π_t é a taxa de inflação subjacente e u_t^* é a taxa de desemprego natural estimada pela OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Wu e Xia (2016), Eurostat e OCDE.

6. Estas estimativas são baseadas na denominada «taxa de juro sombra»: a taxa de juro refi que observaríamos no contexto atual se não estivesse ancorada em 0%. Wu, J. C. e Xia, F. D. (2016). «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound». *Journal of Money, Credit, and Banking*. Ver também o artigo «Descobrimo a política monetária na sombra» na IM02/2016.

xou para trás as prescrições tradicionais⁷ e entrou num terreno cada vez mais acomodaticio, possivelmente porque estas prescrições estão baseadas no funcionamento da economia em tempos normais e não incluem a preocupação que provoca a incerteza atual (geopolítica, mas também em torno da fragilidade da inflação ou do verdadeiro grau de subutilização dos recursos produtivos).⁸ De facto, **entre os êxitos de Draghi, destaca-se a sua capacidade de alcançar consensos** na implementação desta política monetária, apesar da heterogeneidade das economias da Zona Euro.

O impacto macroeconómico do BCE de Draghi

Estima-se que as medidas do BCE, especialmente as anunciadas a partir de 2014, foram um suporte muito importante para a recuperação da Zona Euro. Especificamente, as estimativas sugerem que **o BCE seria responsável por quase 25% do crescimento da atividade e cerca de 40% da recuperação da inflação entre 2016 e 2018**,⁹ com um crescimento do PIB da Zona Euro que acelerou para 2,2% na média destes três anos (1,1% em 2013-2015). Assim, com uma taxa de inflação subjacente que começava a aproximar-se de 1,5% em meados de 2018, o BCE preparou-se para finalizar a compra de ativos, indicar o primeiro aumento das taxas de juro e, em suma, começar a retirar o estímulo monetário.

As últimas decisões: Um BCE no limite?

No entanto, a intensificação e persistência de riscos (por exemplo, tensões geopolíticas, vulnerabilidades em economias emergentes ou turbulências financeiras) e a desaceleração da atividade que trouxeram consigo fizeram com que o BCE desse uma volta de 180 graus. **Draghi poderia ter-se despedido com o primeiro aumento das taxas de juro. Contudo, fê-lo com um novo pacote de estímulos**, lançado no passado mês de setembro: corte de 10 p. b. na taxa de juro da facilidade de depósito (para -0,50%) e reatamento das compras líquidas de ativos (QE) a um ritmo de 20.000 milhões de euros mensais.¹⁰

No entanto, estas medidas, **levantaram dúvidas sobre a margem de ação do BCE e a sua eficácia**. Por um lado, embora desde o BCE se argumente que não existem problemas para continuar a comprar ativos, as estimativas sugerem que podem ter uma trajetória relativamente limitada e que, segundo os critérios atuais, **o BCE poderia ficar sem capacidade para comprar mais ativos da dívida pública por volta do final de 2020**.¹¹ Por outro lado, com o recente corte nas taxas de juro, **o BCE poderia estar a aproximar-se do denominado «nível de reversão»**: o limiar onde uma nova descida das taxas de juro de referência teria efeitos de contração sobre a economia. Especificamente, a análise da sensibilidade das taxas de juro sobre os depósitos e empréstimos de famílias e empresas a alterações nas taxas de juro do BCE sugere que o «nível de reversão» poderia estar em torno de -1,0% (ver o último gráfico),

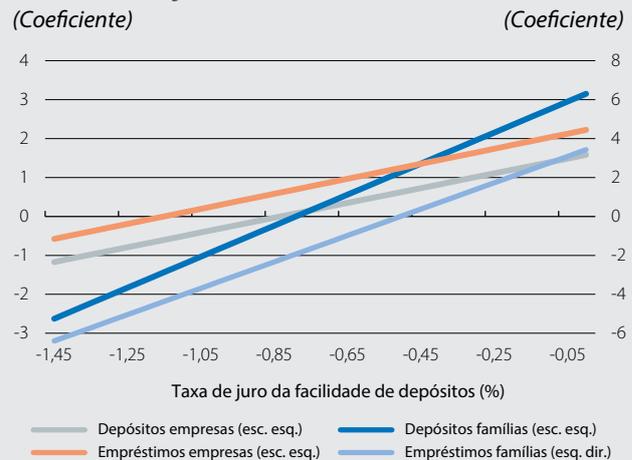
7. Como a regra de Taylor, que nos diz qual deve ser a taxa de juro oficial em função da taxa de juro natural, a inflação (subjacente) e uma medida do quão longe a atividade económica se encontra do seu potencial.

8. Por outro lado, a divergência entre as prescrições tradicionais e a posição efetiva da política monetária também ilustra a existência de um debate sobre a idoneidade das últimas medidas adotadas pelo BCE.

9. BCE (2019), «Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases». Economic Bulletin 02/2019.

10. Para além de melhores condições para a TLTRO-III, um esquema de *tiering* e uma comunicação que sugere que este novo estímulo poder-se-ia estender por um longo período de tempo.

Sensibilidade das taxas de juro a alterações nas taxas de juro do BCE



Nota: A sensibilidade é a derivada da regressão $i_t = \alpha + \beta r_t^{BCE} + \gamma (r_t^{BCE})^2 + \epsilon_t$. Ou seja, o coeficiente representado no gráfico é graficado em $\beta + 2\gamma r_t^{BCE}$. Os valores negativos sugerem que os cortes do BCE podem traduzir-se em aumentos das taxas de juro do mercado. Todas as estimativas são significativas em 95%.

Fonte: BPI Research.

uma estimativa semelhante aos resultados de análises mais sofisticadas¹² e relativamente perto de -0,50%, no qual se encontra a taxa de juro da facilidade de depósito do BCE.

Christine Lagarde assume o cargo no meio de turbulências

Assim, **Mario Draghi dá lugar a Christine Lagarde** (nomeada pelas instituições europeias no passado mês de julho) **dentro de um contexto mais sombrio** do que o esperado há um ano. Além disso, no meio de dúvidas sobre o novo programa de estímulo, **surgiram sinais de fragmentação entre os membros do BCE**: os governadores dos bancos centrais da Alemanha, Holanda e França (entre outros) declararam publicamente que se opunham ao reatamento do QE, e Sabine Lautenschläger, membro do Comité Executivo, apresentou a sua demissão no final de setembro. Neste contexto, e apesar de ter um perfil menos técnico do que o seu antecessor, serão fundamentais as grandes habilidades de comunicação e de obtenção de consensos que Lagarde mostrou à frente do Ministério da Economia de França e como diretora-gerente do FMI, posições em que viveu na linha de frente as transformações económicas da última década e nas quais defendeu as ferramentas não convencionais e o rumo da política monetária implementada por Draghi.

(Veja uma versão alargada deste artigo em [bancobpi.pt](#))

11. O BCE autoimpõe-se a não comprar mais de 33% dos ativos de uma mesma emissão ou de um mesmo emissor e distribui as compras de acordo com o capital que cada país contribui para o BCE. Por exemplo, as compras acumuladas da dívida alemã já estão muito próximas de 30% do seu universo elegível de 1,5 biliões de euros: se a dívida pública cobrir 75% das novas compras (um valor em linha com o histórico) e se a fração da Alemanha estiver perto de 25%, as compras da dívida alemã atingirão o limite de 33% daqui a aproximadamente 12 meses (na ausência de maiores emissões acompanhadas, por exemplo, por um estímulo fiscal). Além disso, embora o aumento do peso das compras de obrigações corporativas ou a diminuição dos limites pudessem permitir aumentar a margem, o aparecimento de dúvidas retira eficácia à política monetária do BCE.

12. Ver Brunnermeier, M. K., e Koby, Y. (2018). «The reversal interest rate». National Bureau of Economic Research n.º w25406. Também Radde e Stehn (2019). «How much could the ECB cut?» Goldman Sachs European Economics Analyst.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,39	-0,42	2	-8,5	-7,6
Euribor 12 meses	-0,27	-0,33	6	-15,6	-12,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,63	-0,68	5	-6,4	1,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,77	11	-5,0	-4,5
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,41	-0,57	16	-64,9	-83,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,24	0,15	9	-117,9	-133,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,17	0,16	1	-155,6	-171,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	2,00	-25	-75,0	-50,0
Libor 3 meses	1,90	2,09	-18	-90,5	-69,0
Libor 12 meses	1,96	2,03	-8	-105,0	-115,0
Dívida pública a 1 ano	1,49	1,74	-25	-110,1	-118,0
Dívida pública a 2 anos	1,52	1,62	-10	-96,4	-138,0
Dívida pública a 10 anos	1,69	1,66	3	-99,3	-152,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2019 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	55	-4	-37,0	-19,0
Itraxx Financeiro Sénior	60	64	-4	-48,0	-26,5
Itraxx Financeiro Subordinado	125	139	-15	-103,5	-51,3

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,115	1,090	2,3	-2,7	-2,1
EUR/JPY (ienes por euro)	120,490	117,800	2,3	-4,2	-6,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,887	-2,8	-4,1	-1,9
USD/JPY (ienes por dólar)	108,030	108,080	0,0	-1,5	-4,6

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	389,5	387,6	0,5	-4,8	-6,8
Brent (\$/barril)	60,2	60,8	-0,9	12,0	-17,3
Ouro (\$/onça)	1.512,9	1.472,4	2,8	18,0	22,7

Rendimento variável

	31-outubro	30-setembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2019 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.037,6	2.976,7	2,0	21,2	11,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.604,4	3.569,5	1,0	20,1	12,1
Ibex 35 (Espanha)	9.257,5	9.244,6	0,1	8,4	2,9
PSI 20 (Portugal)	5.119,6	4.973,8	2,9	8,2	2,8
Nikkei 225 (Japão)	22.927,0	21.755,8	5,4	14,6	3,1
MSCI emergentes	1.042,0	1.001,0	4,1	7,9	4,5

A incerteza abranda a expansão global

O crescimento modera no segundo semestre de 2019. Esta tendência é refletida por indicadores como o índice global de sentimento empresarial (PMI) composto, que há alguns meses mantém uma tendência de queda e que em setembro registou um nível contido (51,2 pontos). Em grande parte, isto deve-se ao enfraquecimento do comércio mundial e ao abrandamento geral do setor industrial (o índice PMI das indústrias permanece abaixo do limiar de 50 pontos que separa a zona de expansão da de contração). No entanto, o setor dos serviços mantém – por enquanto – a sua resiliência (o índice de serviços do PMI continua acima de 50 pontos), o que atenua a desaceleração do ritmo de atividade. Este contexto menos dinâmico também se reflete na última atualização do quadro macroeconómico do FMI, onde a instituição voltou a reduzir as suas previsões de crescimento para a economia global em 2019 (de 3,2% em julho para 3,0%) quer para as economias avançadas, quer para emergentes, tendo mantido o balanço de risco com tendência negativa. Em grande parte, a revisão do Fundo reflete o efeito negativo das medidas protecionistas implementadas até agora pelos EUA e pela China e as consequências negativas indiretas das tensões comerciais entre os dois países. Apesar desta revisão, o FMI espera uma ligeira recuperação do crescimento global em 2020 para 3,4% (razoavelmente em linha com a previsão de 3,2% que projetamos no BPI Research), impulsionada pela melhoria da atividade em várias economias emergentes.

As tensões comerciais continuam a ser o principal foco de risco para a economia global. Por um lado, os EUA e a China anunciaram um acordo (no âmbito de uma primeira fase de negociações) que suspendeu o aumento das taxas aduaneiras às importações chinesas programado para 15 de outubro, embora os detalhes deste acordo ainda não estejam definidos. No entanto, apesar deste acordo e da intenção de ambas as partes continuarem as negociações numa segunda fase, a incerteza vai continuar a afetar o crescimento económico nos próximos trimestres (dado que as negociações sofreram várias oscilações nos últimos trimestres e a confiança das empresas e dos consumidores apenas se restaura de forma muito gradual). Por outro lado, as tensões comerciais entre os EUA e a UE aumentaram após a Organização Mundial do Comércio (OMC) ter decidido que a UE tinha concedido ajuda ilegal à Airbus e ter autorizado os EUA (como compensação) a introduzir taxas aduaneiras por um valor de 7.500 milhões de euros a diversos produtos europeus (principalmente agroalimentares). Embora estas taxas aduaneiras possam ser eliminadas a qualquer momento, a sua introdução (a partir de 18 de outubro) pode contribuir para a deterioração do sentimento económico.

EUROPA

Prossegue a saga do Brexit. Particularmente, o primeiro-ministro britânico Boris Johnson e a UE chegaram a um novo acordo para a saída do Reino Unido. No entanto, a Câmara dos Comuns suspendeu a ratificação deste acordo de saída, exigindo que a

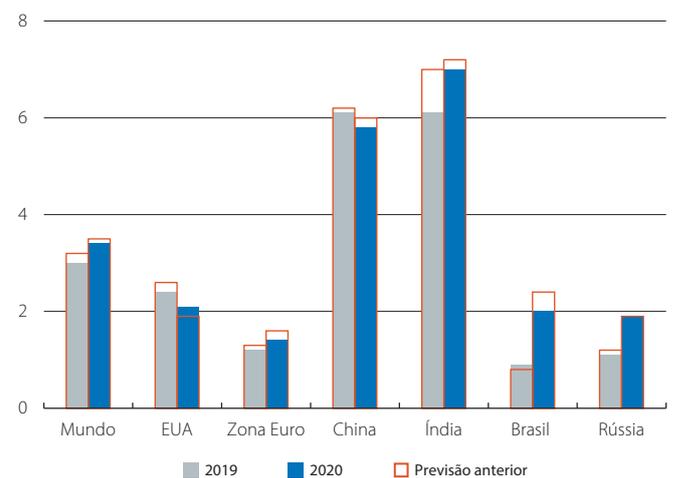
Indicadores de atividade: PMI composto



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

FMI: previsões do PIB para 2019 e 2020

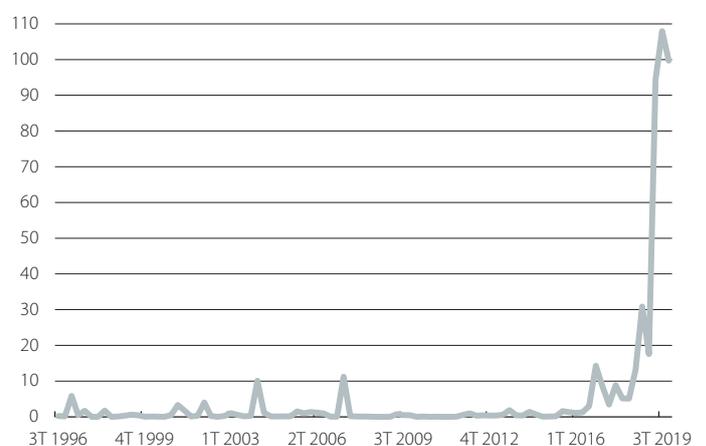
Varição anual (%)



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

Incerteza comercial global

Índice



Fonte: BPI Research, a partir de Ahir, H., Bloom, N. e Furceri, D. (2018), «The World Uncertainty Index», Stanford mimeo.

legislação necessária seja aprovada para a tornar efetiva. Além disso, como não foi ratificado nenhum acordo antes de 19 de outubro, Johnson viu-se forçado por lei a solicitar à UE uma nova extensão (a terceira) do *Brexit*, desta vez até ao final de janeiro de 2020, embora com a opção de sair mais cedo se o acordo de saída for ratificado nas próximas semanas. Embora esta extensão elimine o receio de um *Brexit* desordenado a curto prazo, não é de descartar uma possível saída sem acordo. Por exemplo, isto poderá acontecer se nas próximas eleições gerais (convocadas antecipadamente para 12 de dezembro) os partidos pró-*Brexit* obtiverem apoio suficiente para colocar a opção de um *Brexit* duro sobre a mesa.

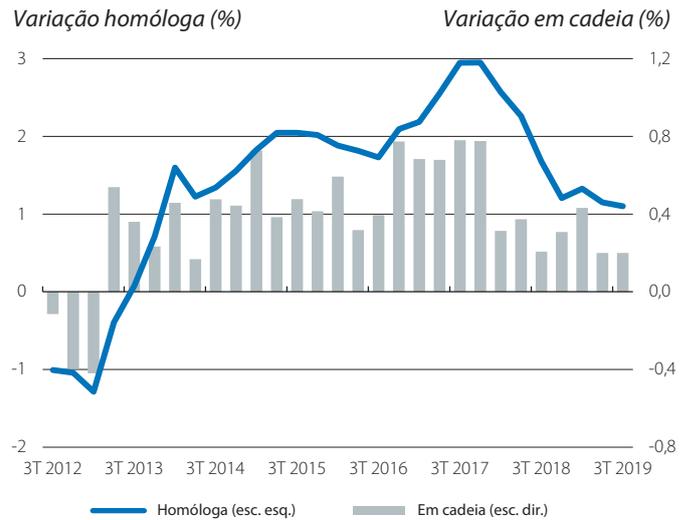
Entretanto, a atividade na Zona Euro resiste. Em particular, o crescimento do PIB da Zona Euro permaneceu estável registando 0,2% em cadeia (1,1% homólogo) no 3T 2019, um ritmo ligeiramente acima das nossas previsões e do consenso dos analistas (0,1 % em cadeia). No entanto, o crescimento continua em níveis modestos, principalmente devido à debilidade da indústria e do setor externo (ambos penalizados pela desaceleração da economia mundial e pelo contexto de incerteza global que trouxe, entre outros, tensões comerciais entre os EUA e China e a incógnita do *Brexit*), além de outros fatores idiossincráticos, como o *choque* setorial na indústria automóvel. Todos estes elementos estão a afetar com maior incidência a Alemanha, país do qual ainda não são conhecidos os dados do PIB do 3T. Dos países dos quais conhecemos dados, destaque positivo para a França, onde o crescimento permaneceu em 0,3% em cadeia no 3T (1,3% homólogo) e Espanha (0,4% em cadeia). Por outro lado, a economia italiana manteve a sua tendência de baixo crescimento dos últimos trimestres (com um avanço de 0,1% em cadeia e de 0,3% homólogo).

A procura interna continua a apoiar a atividade na Zona Euro. Em particular, os consumidores continuam a beneficiar de uma política monetária muito acomodatória e de um mercado de trabalho que continua a criar emprego (+1,4 milhões no ano passado, de acordo com dados do inquérito à população ativa do 2T 2019, até alcançar 147 milhões de pessoas no ativo e superar os níveis máximos de emprego de 2008 em quase 3 milhões) e cuja taxa de desemprego encontra-se nos valores mais baixos dos últimos 11 anos (7,5% em setembro). Da mesma forma, a dinâmica positiva do mercado de trabalho começa a notar-se nos salários (cresceram 2,2% homólogo no 2T 2019). Neste contexto, indicadores de consumo como as vendas a retalho mantêm um desempenho positivo (+2,1% homólogo em agosto). Contudo, alguns indicadores de sentimento relacionados com a procura começaram também a cair (o indicador de confiança do consumidor desenvolvido pela Comissão Europeia desceu em outubro para -7,6 pontos, o valor mais baixo desde o início de 2017).

ESTADOS UNIDOS

A economia dos EUA mantém a sua robustez. No 3T, o PIB avançou 0,5% em cadeia (1,9% em cadeia anualizados) e 2,0% homólogo, ritmo semelhante ao observado no 2T 2019 e ligeiramente acima das previsões do BPI Research e do consenso dos analistas. Trata-se de um avanço sólido, especialmente con-

Zona Euro: crescimento do PIB



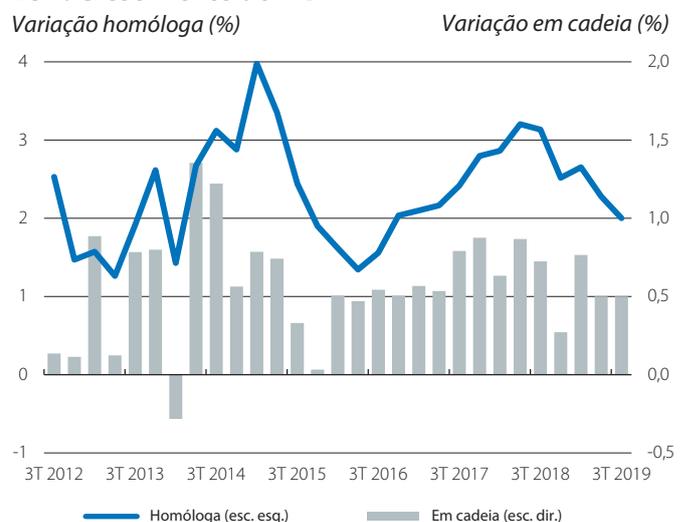
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Zona Euro: indicadores de consumo



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

EUA: Crescimento do PIB



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

siderando o contexto de tensões comerciais em torno do país há alguns meses e as medidas protecionistas que estão em curso. Contudo, para os próximos trimestres, espera-se que o crescimento dos EUA comece a desacelerar, em parte devido às perturbações provenientes do conflito comercial, mas também por causa da própria maturidade do ciclo económico. Neste sentido, nos últimos meses, alguns indicadores avançados de atividade, como os índices de sentimento ISM dos serviços e das indústrias, desceram substancialmente (47,8 e 52,6 pontos em setembro, respetivamente, valores que não eram observados desde 2016). Por outro lado, as possíveis medidas de estímulo fiscal em 2020 (especialmente na área das infraestruturas) e a política monetária acomodatória da Fed podem atuar como contrapeso e atenuar a desaceleração do crescimento.

Apesar dos efeitos do conflito comercial no investimento, o mercado de trabalho e o consumo mantêm uma tendência positiva. Por um lado, o investimento empresarial contraiu novamente pelo segundo trimestre consecutivo no 3T (-0,8% em cadeia), pressionado pela queda nos bens de equipamento. Por outro lado, foram criados 136.000 postos de trabalho em setembro, um valor particularmente significativo numa economia que está em pleno emprego desde 2018. Da mesma forma, a taxa de desemprego desceu para 3,5%, o nível mais baixo desde dezembro de 1969, e os salários aumentaram 2,9% homólogo. Desta forma, a dinâmica positiva do mercado de trabalho continua a suportar o consumo privado (que avançou 0,7% em cadeia no 3T), uma componente essencial para o crescimento e com uma inércia elevada.

Sem sinais de pressões inflacionárias. Em setembro, a taxa de inflação geral permaneceu estável em 1,7%. Por outro lado, a taxa de inflação subjacente, mais ligada à evolução da atividade económica, situou-se em níveis mais elevados (2,4%), embora sem sinais de tendência de subida. Neste contexto, a ausência de tensões nos preços e a presença de fontes de incerteza levaram a Fed a descer novamente as taxas de juro (pela terceira vez este ano) em 25 p. b. para o intervalo de 1,50%-1,75% (embora permaneça prudente em relação a cortes no futuro).

EMERGENTES

A desaceleração económica na China não pára. Em particular, o PIB da China avançou 6,0% homólogo no 3T 2019, representando uma desaceleração de 2 décimas em relação ao registo do 2T e o crescimento mais baixo desde que o país começou a publicar dados trimestrais do PIB (em 1993). Em parte, esta desaceleração reflete a transição estrutural da China para uma economia mais terceirizada, que se repercute em menores taxas de crescimento. Contudo, parte da desaceleração nos últimos trimestres é também causada pelo menor dinamismo do setor industrial e pela elevada incerteza associada à guerra comercial com os EUA que penalizou as exportações chinesas. Nos próximos trimestres, prevemos que a economia chinesa continue a desacelerar gradualmente. No entanto, as autoridades ainda têm margem para continuar a estimular a economia, principalmente através da política monetária e, assim, evitar uma desaceleração abrupta.

EUA: mercado de trabalho



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

EUA: IPC

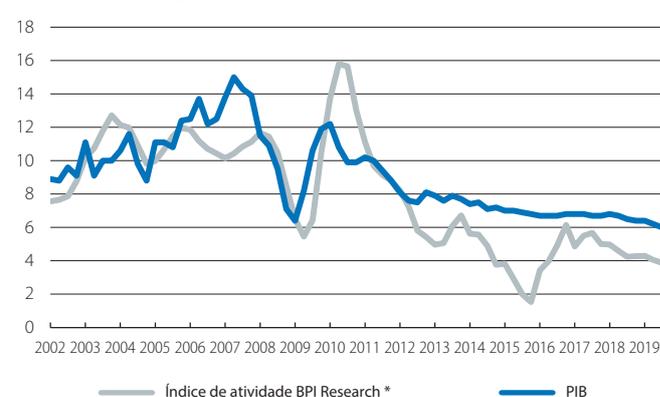
Varição homóloga (%)



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

China: PIB vs. Indicador de atividade BPI

Varição homóloga (%)



Nota: * Média móvel dos últimos quatro trimestres do índice de atividade. O crescimento no 3T foi calculado a partir dos dados mensais de julho e agosto.

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Atividade									
PIB real	2,4	2,9	2,5	2,7	2,3	2,0	–	...	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,5	4,7	3,4	3,4	3,6	4,3	4,1	4,5	4,5
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	133,6	125,8	128,3	132,1	135,8	134,2	126,3
Produção industrial	2,3	3,9	4,0	2,9	1,2	0,2	0,5	0,4	–0,1
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,8	56,9	55,4	52,2	49,4	51,2	49,1	47,8
Habitacões iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.185	1.213	1.256	1.282	1.215	1.386	1.256
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	214	215	216	...	216	216	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,4	3,9	3,8	3,9	3,6	3,6	3,7	3,7	3,5
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,6	60,7	60,6	60,9	60,7	60,9	61,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,4	–3,0	–3,0	–3,1	...	–3,1	–3,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	2,2	1,6	1,8	1,8	1,8	1,7	1,7
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	2,3	2,2	2,4	2,4

JAPÃO

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Atividade									
PIB real	1,9	0,8	0,3	1,0	0,8	...	–	...	–
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	42,8	41,3	39,5	36,8	37,8	37,1	35,6
Produção industrial	2,9	1,0	0,5	–1,1	–1,2	...	–1,1	–2,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	19,0	12,0	7,0	5,0	–	5,0	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	...	2,2	2,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,5	–0,1	–0,2	–0,3	–0,5	–0,6	–0,6	–0,6	–0,6
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	0,9	0,3	0,8	0,3	0,6	0,2	0,2
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6

CHINA

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Atividade									
PIB real	6,8	6,6	6,4	6,4	6,2	6,0	–	6,0	–
Vendas a retalho	10,3	9,0	8,3	8,5	8,5	7,6	7,6	7,5	7,8
Produção industrial	6,6	6,2	5,7	6,4	5,6	5,0	4,8	4,4	5,8
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	49,9	49,7	49,6	49,7	49,7	49,5	49,8
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	420	352	352	381	396	431	413	421	431
Exportações	7,9	9,9	4,0	1,3	–1,0	–0,4	3,3	–1,0	–3,2
Importações	16,3	15,8	4,4	–4,5	–4,0	–6,5	–5,3	–5,6	–8,5
Preços									
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	2,2	1,8	2,6	2,9	2,8	2,8	3,0
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	6,9	6,8	6,8	7,0	6,9	7,1	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, Bureau of Labor Statistics, 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	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	2,5	1,6	1,7	2,5	2,1	...	2,2	2,1	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	3,0	0,9	-2,0	-0,5	-1,3	...	-2,1	-2,8	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-6,4	-7,0	-7,0	-6,7	-6,6	-7,1	-6,5
Sentimento económico	110,1	111,2	108,8	106,0	104,1	102,5	102,7	103,1	101,7
PMI indústrias	57,4	55,0	51,7	49,1	47,7	46,4	46,5	47,0	45,7
PMI serviços	55,6	54,5	52,8	52,4	53,1	52,8	53,2	53,5	51,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,2	...	-	...	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	9,1	8,2	7,9	7,8	7,6	7,5	7,6	7,5	7,5
Alemanha (% pop. ativa)	3,8	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1
França (% pop. ativa)	9,4	9,1	8,9	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5	8,4
Itália (% pop. ativa)	11,3	10,6	10,5	10,3	9,9	9,8	9,9	9,6	9,9
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	2,7	1,9	1,2	1,3	1,2	1,1	-	1,1	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	2,8	1,6	0,6	0,9	0,4	...	-	...	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,4	1,7	1,2	1,3	1,4	1,3	-	1,3	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	1,8	0,7	0,0	0,0	0,1	0,3	-	0,3	-

Preços

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Inflação geral	1,5	1,8	1,9	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	0,8
Inflação subjacente	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2

Setor externo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Balança corrente	3,2	3,2	3,2	3,1	2,8	...	2,7	2,7	...
Alemanha	8,1	7,3	7,3	7,2	7,1	...	7,3	7,4	...
França	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	...	-0,8	-0,8	...
Itália	2,7	2,6	2,6	2,6	2,8	...	2,8	2,9	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	96,5	98,9	98,5	97,3	97,3	97,7	97,5	98,1	97,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	07/19	08/19	09/19
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,5	3,8	4,0	3,7	3,9	...	3,9	...	...
Crédito às famílias ^{2,3}	2,6	3,0	3,2	3,3	3,3	...	3,4	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	...	...	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	...	...	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,1	7,9	7,1	7,0	7,7	...	8,3	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	-0,9	-0,4	0,4	...	0,1	...	...
Instrumentos negociáveis	1,4	-4,4	-3,4	-3,7	-4,6	...	-1,2	...	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,4	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 ISFLS. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

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

Portugal mantém o bom desempenho num contexto externo menos favorável

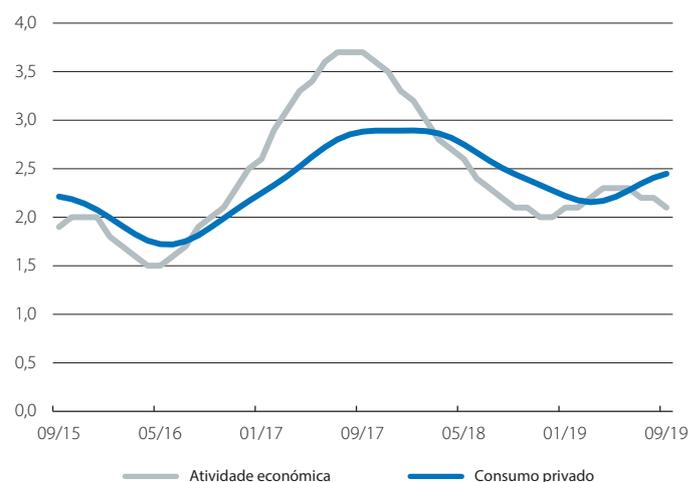
Os indicadores mostram um bom desempenho da atividade, suportado na evolução do consumo privado e do investimento. Especificamente, o indicador coincidente de consumo privado acelerou no 3T para 2,4% (mais 2 décimas do que no trimestre anterior), em linha com a tendência positiva do mercado de trabalho. Além disso, os indicadores de confiança do consumidor têm vindo a melhorar desde abril, favorecendo o desempenho das vendas a retalho, que registaram um crescimento de cerca de 5% no 3T. Por sua vez, o indicador coincidente de atividade do Banco de Portugal (com elevada correlação com o crescimento do PIB) situou-se em 2,2% na totalidade do terceiro trimestre, apenas menos 1 décima do que no trimestre anterior (quando o crescimento do PIB foi de 0,6% em cadeia e 1,9% homólogo). No entanto, este desempenho dos indicadores agregados coexiste com números menos positivos em relação à atividade industrial (afetada por um crescimento global mais contido e uma menor procura externa) e alguma perda de vigor do investimento. De facto, com dados até agosto, o indicador coincidente de investimento sugere que esta componente vai desacelerar para níveis próximos de 4%-5% no 3T (o seu crescimento foi superior a 7% no 2T). Por sua vez, a desaceleração da atividade global faz com que o contexto externo seja mais exigente e vai contribuir para a desaceleração do crescimento da economia portuguesa nos próximos trimestres.

A balança corrente é menos deficitária do que o estimado. Após uma revisão estatística das contas externas, na qual foi alterado o ano base (para 2016) e foi incorporada mais informação sobre a atividade turística, o comércio eletrónico e, acima de tudo, sobre os fluxos da balança de rendimentos (com a incorporação de um maior número de pensões recebidas por pensionistas estrangeiros residentes no país), a nova série mostra que o saldo da balança corrente e de capital foi de 1,4% do PIB em 2018 (um valor 1 p.p. superior ao saldo estimado anteriormente). Esta revisão também alterou os dados do saldo da balança corrente e de capital de 2019. Assim, em julho, o défice da balança corrente foi de -0,7% do PIB (face aos -1,1% estimados inicialmente), enquanto em agosto o défice abrandou ligeiramente para -0,5% (1.100 milhões acumulados em 12 meses). Após estas revisões, é de esperar que o saldo da balança corrente registre um défice de 0,7% do PIB em 2019-2020 e que o saldo da balança corrente e de capital registre um superavit de 0,2% do PIB durante o mesmo período.

Dados mistos no mercado imobiliário. Apesar do índice de preços da habitação ter acelerado no 2T para 10,1% homólogo (9,2% no 1T) e do contexto financeiro pouco restritivo suportado pelo BCE impulsionar o setor, outros indicadores indicam registos menos dinâmicos, sugerindo que pode ser observada uma desaceleração nos preços nos próximos trimestres. Especi-

Portugal: indicadores coincidentes de atividade

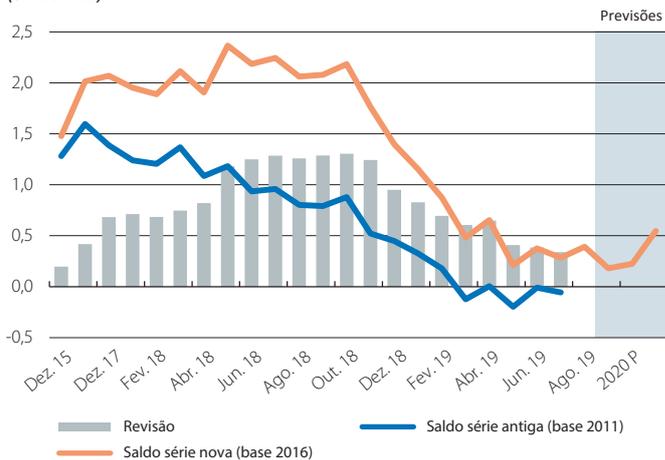
Variação homóloga (%)



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

Portugal: saldo da balança corrente e de capital

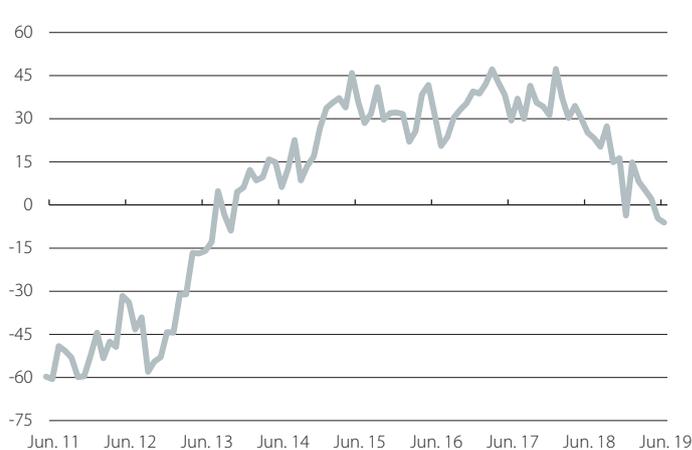
(% do PIB)



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

Portugal: indicador de confiança do mercado imobiliário

(Pontos)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Confidencial Imobiliário.

ficamente, o indicador de confiança no mercado imobiliário (elaborado pela Confidencial Imobiliário com base em informações de agências imobiliárias) mostra uma tendência decrescente desde o início de 2018. Da mesma forma, os indicadores de vendas de habitação em negociação e de consultas de clientes (também elaborados pela Confidencial Imobiliário) registaram uma queda nos últimos meses e, pela primeira vez desde 2013, atingiram níveis que sugerem contração na atividade.

O mercado de trabalho dá sinais de maturidade. Os dados de setembro (ainda preliminares) sugerem um crescimento anual de 1,0% no emprego (em termos ajustados de sazonalidade), com um nível de ocupação ainda abaixo dos números alcançados em 2008. Por outro lado, a taxa de desemprego aumentou em setembro para 6,6% (+0,2 p.p. face a agosto) devido ao crescimento da população ativa (1,0% homólogo), com uma contribuição significativa dos trabalhadores de nacionalidade estrangeira. Assim, o mercado de trabalho apresenta uma dinâmica mais moderada do que nos trimestres anteriores, em linha com a entrada numa fase mais madura do ciclo.

A execução orçamental mantém um caminho de consolidação. O saldo total das Administrações Públicas registou um superavit de 1,6% do PIB em setembro (2.542 milhões de euros), representando uma melhoria de +0,9% face ao mesmo período do ano passado. Esta evolução deveu-se ao bom desempenho das receitas (4,8%) e ao menor crescimento das despesas (2,9%). Em termos de receita, destaque para o crescimento das contribuições para a Segurança Social e das receitas do IVA (7,1% e 7,3% homólogo, respetivamente). Por outro lado, a redução da carga dos juros (-7,8% homólogo) e o menor crescimento do investimento (5,1% em comparação com os 31,2% previstos pelo governo para o conjunto do ano) explicam o menor aumento da despesa. Desta forma, existe a possibilidade de que o défice público para o conjunto do ano acabe por ser inferior ao esperado. De facto, no Plano Orçamental enviado a Bruxelas a 15 de outubro, o governo estima um défice de 0,1% do PIB em 2019 e de 0,0% em 2020.

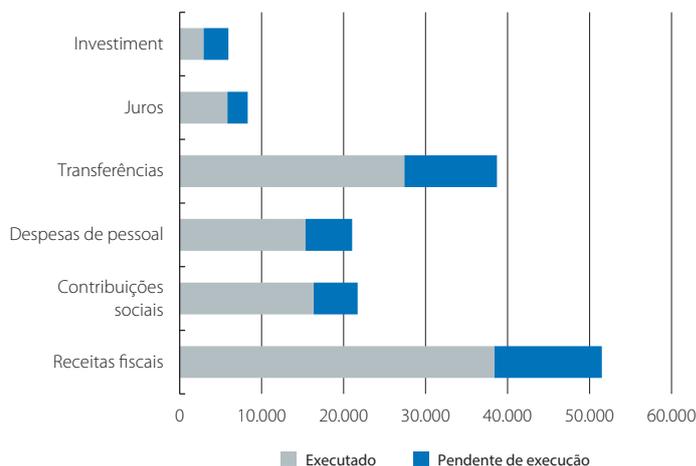
Os empréstimos de cobrança duvidosa continuam a descer. A taxa de incumprimento do setor privado não financeiro caiu para 9,2% no 2T, menos 0,7 p.p. face ao 1T e menos 9,3 p.p. em relação ao máximo registado no 2T 2016. Esta redução é explicada pelas vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa e pelo bom desempenho da economia portuguesa, que favorecem níveis mais baixos de incumprimento. Especificamente, os empréstimos de cobrança duvidosa desceram em 851 milhões de euros face ao trimestre anterior, principalmente devido ao segmento das empresas não financeiras (-653 milhões de euros). No entanto, a taxa de incumprimento neste segmento permanece elevada (16,6%). Por outro lado, a carteira de crédito do setor privado continuou a contrair em agosto (-1,4% homólogo), situação explicada pela contração da carteira de crédito para empresas não financeiras (-2,9% homólogo) e do crédito às famílias (-0,5%).

Portugal: emprego
Índice (100 = janeiro 2008)



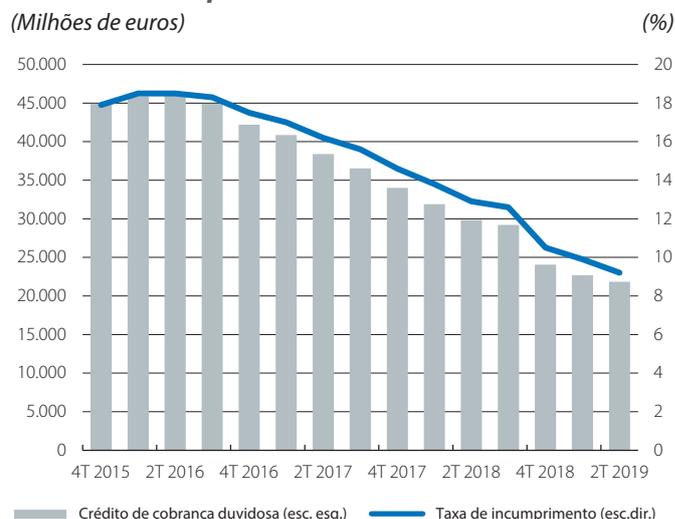
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: execução orçamental das Adm. Públicas
(Milhões de euros)



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

Portugal: crédito de cobrança duvidosa e taxa de incumprimento



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

Investimento em Portugal: a caminhar para setores mais produtivos

- O investimento caiu substancialmente durante a crise, estando a recuperar de forma notável desde 2013.
- Mas esta recuperação é ainda insuficiente para repor a acumulação de capital nos níveis anteriores à dita crise; assim, o reforço do investimento continua a ser um imperativo para a economia portuguesa conseguir elevar o seu crescimento potencial.
- Dito isto, importa ter presente que a evolução até agora observada é promissora, observando-se uma alteração no paradigma do investimento nacional: menos em construção e mais em setores tipicamente transacionáveis.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) total¹ ainda está 14% abaixo dos níveis de setembro de 2008, basicamente porque o investimento em construção ainda está 31% abaixo do nível anterior à crise financeira. Mas como veremos, as outras componentes do investimento têm vindo a recuperar significativamente.

Desde 2008, o peso do investimento em construção diminuiu significativamente, –passou de 60% da FBCF em 2008 para 48,5% em 2019 – uma evolução normal dado o forte investimento em infraestruturas e habitação realizado nos anos 90 e primeiros anos de 2000, e também porque a sua maior longevidade se reflete em menores necessidades de investimento nos anos subsequentes. Esta dinâmica abriu caminho ao incremento do investimento em áreas mais produtivas como sejam os produtos de propriedade intelectual (16% da FBCF total em 2019, mais 5,2 pontos percentuais do que em 2008) e maquinaria e tecnologias de informação e comunicação (25% do total, mais 6,1 pontos percentuais).

Realmente o cenário para o investimento excluindo construção é otimista, havendo sinais que apontam para uma mudança no modelo produtivo, através do aumento da importância do setor industrial. Em junho de 2019, o investimento sem construção estava 11,6% acima do nível de setembro de 2008, impulsionado pelo incremento do investimento em maquinaria e produtos de propriedade intelectual, que no mesmo período, superavam em 13,4% e 27,6%, respetivamente, os níveis anteriores à crise financeira.

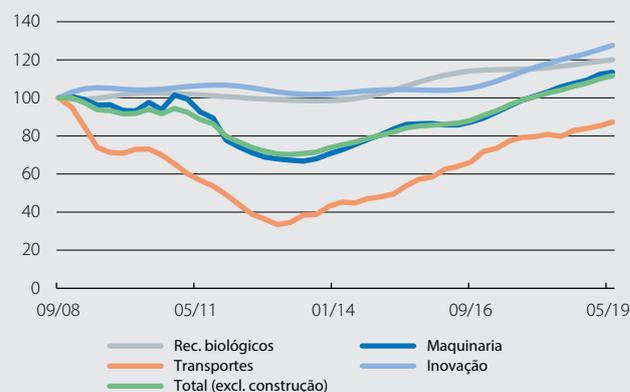
O detalhe relativo ao investimento em maquinaria² também é animador, mostrando uma recuperação particularmente forte na indústria. Em 2017, 44% do investimento em maquinaria era realizado pelo setor industrial (mais 6 pontos percentuais do que em 2008), enquanto que o investimento em máquinas do setor da construção representava 4,9% (8,5% em 2008 e 11,6% em 2000).

A recuperação do investimento total e em maquinaria na indústria é extensível a praticamente todas as indústrias, destacando-se a fabricação de material de transporte

1. No ano terminado no 2T 2019 a preços constantes.
2. Informação disponível até 2017. Análise a preços constantes.

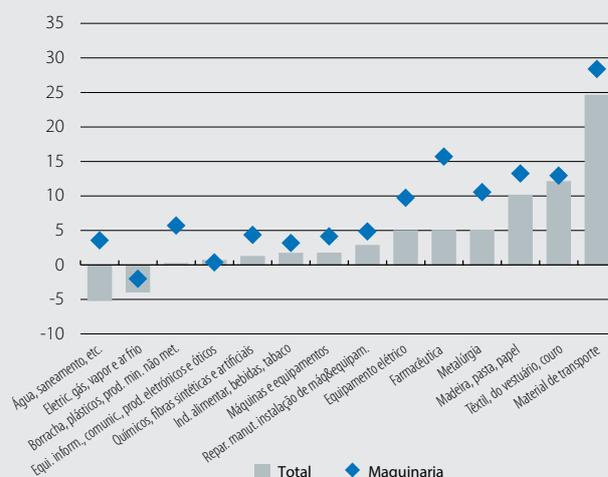
(crescimento médio anual de 25% e 28%, respetivamente, desde 2008), no têxtil e vestuário (12%), um sector que após o revés sofrido no início dos anos 2000,³ tem vindo a ajustar-se através da incorporação na produção de fatores

Investimento por componente excl. construção
(100 = setembro 2008)



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

Portugal: volume da FBCF no setor industrial
Crescimento médio anual 2008-2017 (%)



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

3. No início do século XXI, o aumento da concorrência por parte de mercados mais competitivos afetou a atividade do setor têxtil, nomeadamente através da deslocação de empresas de capital estrangeiro para economias mais competitivas.

de maior valor acrescentado, (melhorias ao nível do design e maior incorporação tecnológica na produção), nos setores da madeira e da metalurgia.

A decomposição do investimento por setor institucional⁴ confirma a perspetiva otimista. O investimento empresarial, geralmente mais produtivo, é o que mostra melhor desempenho. Este maior dinamismo é patente desde o início dos anos 2000 – crescimento médio anual de 2,7% versus 0,6% em toda a economia –, destacando-se a recuperação no período posterior à crise financeira. Tendo registado o mínimo em setembro de 2013, desde aí tem vindo a recuperar à taxa média anual de 9,3% (6,3% no conjunto da economia). No ano terminado em junho 2019, o investimento do setor empresarial representava cerca de 69% do investimento total da economia, o nível mais elevado desde o início do século XXI. Por seu turno, o investimento das famílias, sobretudo aquisição de habitação, representa 20,8% do investimento. A série relativa às administrações públicas (10,3% do total) mostra como o investimento público se ajustou em resposta à necessidade de redução do desequilíbrio orçamental.

A comparação internacional mostra que o peso do investimento (incluindo construção) no PIB ainda está abaixo do da zona euro – 17,6% em Portugal e 21% na zona euro – mas mostra também convergência da sua composição para a média da zona euro, com o investimento em maquinaria, TIC e produtos de propriedade intelectual a representarem 40% da FBCF (41,3% na zona euro) em 2018, cerca de mais 13 pontos percentuais do que em 1998 (figura 4).

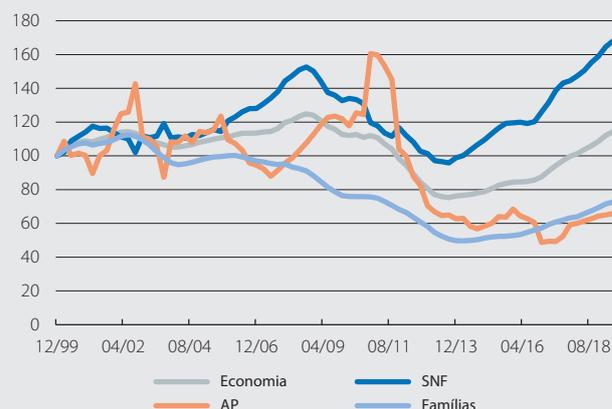
Estimamos que a recuperação da FBCF desde 2013 se tenha traduzido no aumento do *stock* de capital para 665,5 mil milhões euros em 2018,⁵ um crescimento nominal médio anual de 2,2% desde 2013. Mas em percentagem do PIB, o *stock* de capital continua aquém dos níveis anteriores à crise financeira. Estimamos que em 2018 este rácio se tenha situado em 330%, 4 pontos percentuais menos do que em 2007 (figura 5). Neste contexto continua a ser importante desenvolver um ambiente favorável ao investimento, contribuindo para reforçar a recuperação do *stock* de capital, influenciando positivamente o potencial de produção da economia, a sua produtividade e o seu crescimento.

4. Preços correntes.

5. *Stock* de capital ano $i = \text{stock capital ano } i-1 + \text{FBCF ano } i - \text{amortização ano } i$. A taxa de amortização estimada para os anos a partir de 2016 (até onde há informação para o *stock* de capital) é a média dos 2 últimos anos.

Investimento por setor institucional

(100 = dezembro 1999)



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

Formação bruta de capital fixo por tipo de ativo

(Percentagem da FBCF total)

	1998		2008		2018*	
	Zona euro	Portugal	Zona euro	Portugal	Zona euro	Portugal
Construção residencial	27,7	28,4	28,2	20,4	25,9	17,3
Outra construção	24,9	31,9	26,2	36,5	23,1	32,9
Equip. transporte	8,0	11,5	8,4	8,4	9,5	8,9
Equip. TIC	4,3	6,2	3,4	6,0	3,6	5,2
Maquinaria	21,1	15,5	18,9	16,3	18,1	19,2
Rec. biológicos cultivados	0,2	1,3	0,2	1,0	0,2	1,5
Prod. propr. intelectual	13,8	5,1	14,6	11,3	19,5	15,6

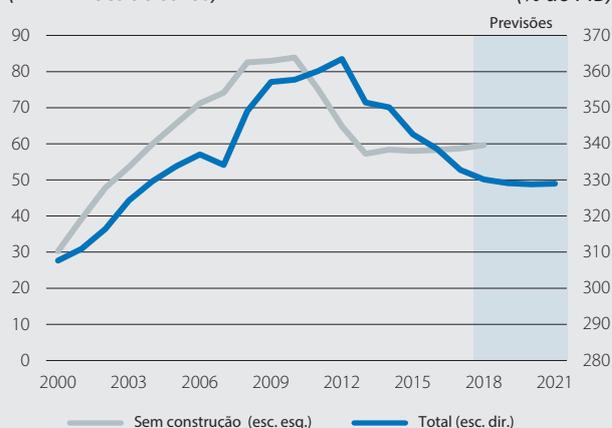
Nota: * Para Portugal Maquinaria e TIC são dados de 2016.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

Stock de capital

(Mil milhões de euros)

(% do PIB)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Índice coincidente para a atividade	3,4	2,5	2,0	2,1	2,3	2,2	2,2	2,1	...
Indústria									
Índice de produção industrial	4,0	0,1	-1,3	-3,7	-2,2	-4,1	-5,3	-5,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	-0,8	-1,4	-3,3	-3,7	-3,2	-4,1	-4,2
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,6	19,1	19,1	20,7	15,5	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	16,8	9,4	7,6	-6,6	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	5,1	5,8	6,2	6,7	7,5	7,9	7,7	7,8	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	16,0	4,8	5,2	4,5	4,9	...	5,7	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	13,0	15,3	14,2	11,5	11,3	9,9	10,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,1	4,2	5,2	4,3	5,9	4,5	4,4	3,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-5,4	-4,6	-5,4	-8,3	-8,9	-7,6	-7,6	-7,1	-7,2
Mercado de trabalho									
População empregada	3,3	2,3	1,6	1,5	0,9	...	1,1	1,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,8	6,3	...	6,4	6,6	...
PIB	3,5	2,4	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	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Inflação global	1,4	1,0	0,8	0,8	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,5	0,8	0,6	0,1	0,2	0,2	0,3

Setor externo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Comércio de bens									
Exportações (var. homóloga, acum. 12 meses, %)	10,0	5,1	5,1	5,8	3,3	...	1,8	1,1	...
Importações (var. homóloga, acum. 12 meses, %)	13,7	8,2	8,2	9,2	8,3	...	7,0	...	...
Saldo corrente	2,4	0,8	0,8	-1,1	-1,2	...	-1,1	...	...
Bens e serviços	2,9	1,6	1,6	0,1	-0,5	...	-0,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,5	-0,8	-0,8	-1,2	-0,7	...	-0,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	4,1	2,8	2,8	1,0	0,8	...	0,8	...	...

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	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,2	4,9	4,5	...	5,3	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	14,6	14,2	13,3	...	15,0	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-3,1	-1,9	-2,3	...	-2,4	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	-9,9	-11,6	-11,9	...	-14,7	...	...
TOTAL	1,6	3,5	3,4	4,1	3,6	...	4,3	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,8	-2,6	-1,9	...	-1,4	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-4,5	-5,7	-3,8	...	-2,9	...	...
Famílias – habitações	-3,1	-1,5	-1,3	-1,5	-1,4	...	-1,5	...	...
Famílias – outros fins	0,9	4,5	5,2	3,1	2,6	...	3,9	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	-11,6	-12,5	-8,1	...	-6,5	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-2,3	-3,0	-2,1	...	-1,6	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	13,3	9,4	9,4	8,9	8,3	...	...	...	...

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 mantém o seu ritmo de crescimento dentro de um contexto externo adverso

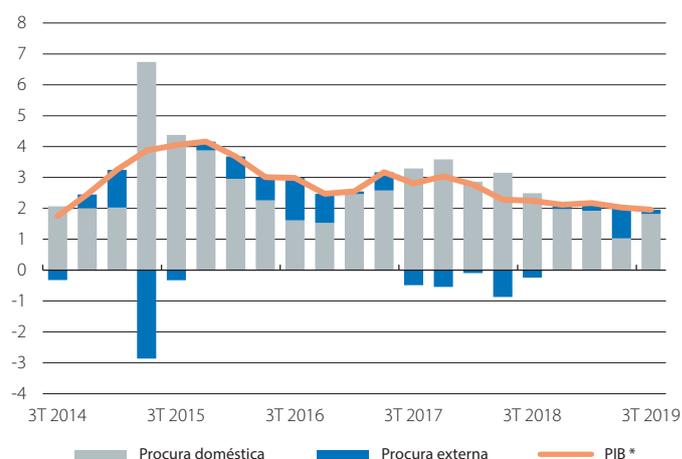
O PIB cresceu 0,4% em cadeia (2,0% homólogo) no 3T o mesmo ritmo do trimestre anterior. Assim, se se confirmar o avanço do PIB do INE, a economia espanhola cresceu no 3T a um ritmo claramente acima do da Zona Euro (0,2% homólogo). Contudo, a economia espanhola encontra-se em fase de desaceleração, com crescimentos mais baixos em comparação com os dos últimos anos, uma procura interna mais moderada e um contexto externo mais exigente. De acordo com a composição do crescimento homólogo, a do terceiro trimestre foi muito diferente da do 2T de 2019: a procura interna aumentou a sua contribuição em 0,8 p. p. para 1,8 p. p., enquanto a externa diminuiu a sua contribuição em 0,8 p. p. para 0,2 p. p. Assim, o consumo privado recuperou de um péssimo primeiro semestre e cresceu 1,1% em cadeia (1,5% homólogo), e o investimento recuperou após a queda do trimestre anterior e cresceu 1,3% em cadeia (2,0% homólogo e com uma recuperação de 5,6% no investimento em equipamentos), enviando um sinal positivo sobre as perspetivas de procura agregada para os próximos trimestres. Pelo contrário, a procura externa registou um comportamento misto, com um maior crescimento das importações (1,3% no trimestre, mais 0,4 p. p. do que no 2T) e uma contração nas exportações (-0,8% no trimestre), que acusam o impacto da guerra comercial e a desaceleração económica dos principais parceiros comerciais.

Os indicadores sugerem que a expansão vai manter um ritmo moderado. O setor industrial está a atravessar um mau período, penalizado pela deterioração do contexto externo: o seu volume de negócios desceu em agosto 0,3% homólogo (média móvel de três meses), mantendo a deterioração gradual registada nos meses anteriores e em setembro. O índice PMI das indústrias caiu para 47,4 pontos, em zona de contração (abaixo dos 50 pontos). Por outro lado, o setor dos serviços mantém um bom desempenho, embora os seus últimos indicadores reflitam uma certa quebra devido à fragilidade do setor industrial. Assim, em agosto, o volume de negócios do setor dos serviços cresceu 3,4%, um ritmo significativo, mas inferior à média mensal verificada entre janeiro e julho (4,7%). Além disso, em setembro, o índice PMI dos serviços caiu para 53,3 pontos, menos um ponto do que o registo do mês anterior. Em conjunto, estes indicadores sugerem uma desaceleração gradual do ritmo de atividade.

A desaceleração económica torna-se mais visível no mercado de trabalho no 3T 2019. Assim, de acordo com o inquérito à população ativa, o ritmo de criação de emprego desacelerou para 0,1% em cadeia (em termos ajustados de sazonalidade), muito abaixo do ritmo registado nos últimos quatro trimestres (0,6% em média). Em termos homólogos, embora o crescimento do emprego (1,8%) tenha sido inferior ao do 2T 2019 (+2,4%), o número de pessoas no ativo aumentou em 346.000 pessoas, até atingir os 19,9 milhões de empregados. Por outro lado, a redução do desemprego também desacelerou: o número de desempregados caiu nos últimos quatro trimestres em 111.600 pessoas, número muito inferior ao registado na média dos terceiros trimestres dos últimos cinco anos (-294.000),

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (%)

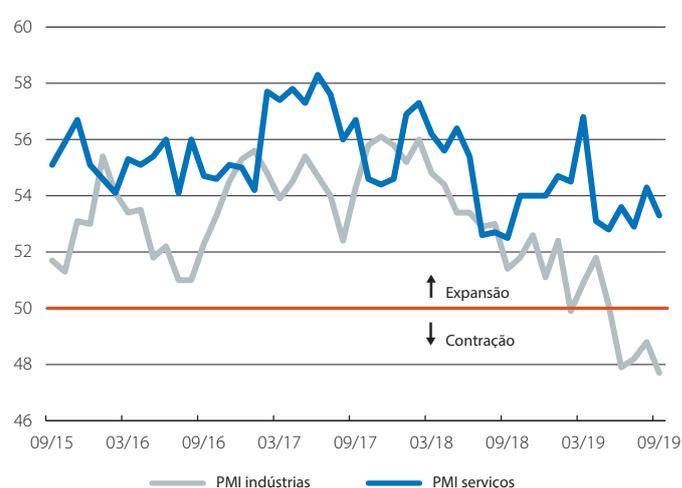


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: indicadores de atividade

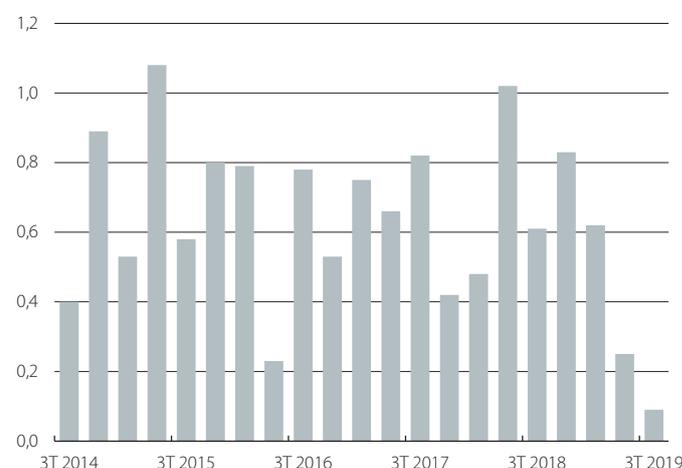
Nível



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

Espanha: emprego *

Variação em cadeia (%)



Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

devido à menor criação de emprego e ao maior aumento da população ativa. Assim, a taxa de desemprego situou-se em 13,9% (14,6% no 3T 2018), um nível muito semelhante ao trimestre anterior (14,0%), mas que representa o melhor registo de um terceiro trimestre desde o 3T 2008.

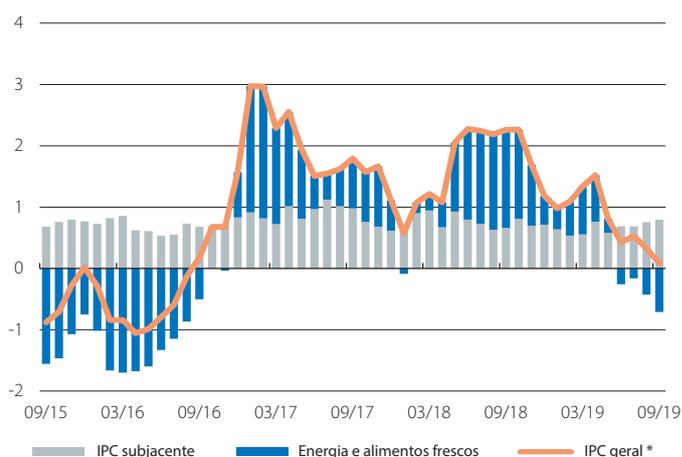
A taxa de inflação mantém a sua tendência de abrandamento dos últimos meses. A evolução do IPC de outubro permaneceu em 0,1% homólogo, o mesmo registo do mês anterior. A baixa taxa de inflação destes últimos meses deve-se às componentes com preços mais voláteis. Especificamente, a eletricidade acumulava em setembro uma queda de 17,1% homólogo e o preço do petróleo (em euros) acumulava em outubro uma queda de 23,7% homólogo que, devido aos efeitos de base, descerá em novembro e dezembro. Para os próximos meses, a taxa de inflação geral vai manter uma tendência decrescente devido às componentes da energia e, de forma particular, devido ao efeito de base do preço do petróleo (que, em torno dos 60 dólares por barril, está bem abaixo dos 80 dólares registados no outono de 2018). Entretanto, a taxa de inflação subjacente vai permanecer em níveis semelhantes aos atuais (1,0% em setembro).

A balança corrente mantém-se estável em agosto. No acumulado de 12 meses até agosto de 2019, a balança corrente situou-se em 21.883 milhões de euros (1,78% do PIB), um nível muito semelhante ao registo do mês anterior (1,79% do PIB). Assim, após deteriorar de forma sustentada entre finais de 2016 e março de 2019, a balança corrente mudou de tendência e estabilizou. Em grande parte, isto reflete uma estabilização da rubrica de bens não energéticos desde abril, principalmente devido à desaceleração das importações (em termos acumulados de 12 meses cresceram 2,2% homólogo em julho e agosto). No entanto, o contexto internacional adverso continua a manifestar-se na debilidade das exportações, que em agosto evoluíram um modesto 0,6% homólogo (1,3% em julho, 4,3% em agosto de 2018).

A execução orçamental mostra uma evolução ténue na consolidação das contas públicas. Assim, em agosto de 2019, o défice das Administrações Públicas (excluindo as empresas locais) foi ligeiramente superior ao registo de agosto de 2018 e situou-se em 2,1% do PIB (+0,1 p. p.). Este resultado deveu-se principalmente à deterioração das contas da Segurança Social e das comunidades autónomas, que apresentaram défices de 0,5% e 0,2% do PIB, respetivamente. Por sua vez, o défice do Estado, para o qual já estão disponíveis dados até setembro, situou-se em 0,6% do PIB, abaixo do 1,1% registado em setembro de 2018. Isto sugere uma ligeira melhoria na execução orçamental no final do ano, embora esta redução não seja suficiente para compensar o desfasamento da Segurança Social e das comunidades autónomas que visa a meta de défice (de 2,0%) para todas as Administrações Públicas em 2019. Este objetivo está novamente incluído na atualização das contas públicas que o governo enviou a Bruxelas em outubro. Este Plano Orçamental inclui um cenário inercial para 2020, sem medidas adicionais de receitas previstas e apenas com o aumento das pensões (+0,9%) e o salário dos funcionários públicos (+2,0%) como medidas de despesas adicionais incluídas em 2020. Para esse ano, o governo espera um défice de 1,7%, menos 3 décimas do que a previsão do BPI Research.

Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento homólogo (%)



Nota: *Variação homóloga.

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

Espanha: saldo da balança corrente

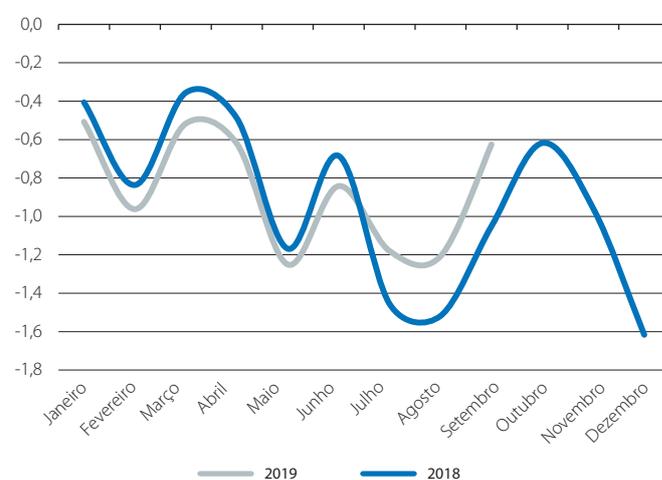
Acumulado de 12 meses (% do PIB)



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

Saldo do Estado

(% do PIB)



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

Quo vadis, consumo?

- A revisão da série histórica do INE mostra que o consumo privado em Espanha cresceu abaixo do estimado anteriormente em 2018 e no primeiro semestre de 2019.
- Este menor crescimento deveu-se, numa primeira etapa, a uma desaceleração no consumo de bens semi-duradouros e não duradouros e, numa segunda etapa, à componente de bens duradouros.
- A desaceleração da despesa turística estrangeira e a substituição da despesa em turismo interno por despesa no estrangeiro por parte dos residentes podem explicar a desaceleração no consumo de bens semi-duradouros e não duradouros, enquanto um efeito de incerteza na compra de veículos pode explicar o comportamento da componente de bens duradouros.

No passado mês de setembro, o INE reviu a série histórica das contas nacionais. Com base nesta revisão, descobrimos que o crescimento do consumo privado foi mais moderado do que o previsto em 2018 e no primeiro semestre de 2019. Mais especificamente, o consumo privado cresceu 0,5 p. p. abaixo do estimado anteriormente em 2018 e 0,7 p. p. menos na primeira metade de 2019 (ver o primeiro gráfico).¹ Neste artigo, analisamos as razões que estão por trás desta desaceleração.

O segundo gráfico mostra o crescimento anual do consumo das famílias, juntamente com as contribuições do consumo dos bens duradouros e dos bens semi-duradouros e não duradouros.² Podemos retirar três mensagens a partir do gráfico:

- O consumo privado cresceu fortemente até ao 4T 2017 e desacelerou acentuadamente desde então.
- O período inicial da desaceleração (entre o 4T 2017 e o 3T 2018) é explicado, em grande parte, pela desaceleração da componente «Bens semi-duráveis e não duráveis».
- O período final da desaceleração (entre 4T 2018 e 2T 2019) é explicada pela desaceleração das despesas com bens duradouros.

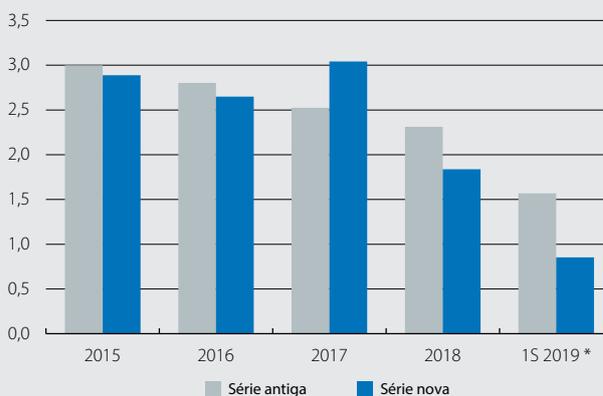
A decomposição das despesas em consumo das famílias oferecida pelo INE em termos trimestrais não permite mais detalhes sobre cada subgrupo. No entanto, o INE fornece-nos um maior nível de detalhe nos dados das contas nacionais anuais até 2018. Esta maior granularidade permite perceber quais são as categorias que provocam a desaceleração dos bens semi-duradouros e não duradouros que observamos em 2018.

Como é possível verificar no terceiro gráfico, quase toda a desaceleração observada entre 2017 e 2018 é explicada pela componente «Hotéis, cafés e restaurantes» e, em menor grau, pela de «Transporte e comunicações».³

1. Os dados mais recentes das contas nacionais do INE mostram que o consumo recuperou no 3T, tendo o crescimento médio do consumo nos três primeiros trimestres do ano se situado em 1,1%.
2. Os bens duradouros são aqueles que, uma vez adquiridos, podem ser utilizados várias vezes ao longo do tempo. Incluem produtos como móveis, eletrodomésticos, carros ou equipamentos audiovisuais.
3. Esta última categoria exclui subcomponentes como a compra de veículos, dado que se enquadram na classificação de bens duradouros.

Espanha: consumo das famílias

Variação anual (%)

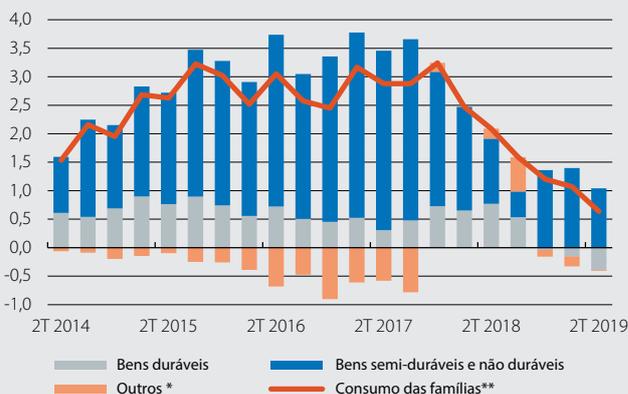


Nota: *Variação homóloga média do 1T e 2T 2019.

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

Consumo: decomposição

Contribuição para o crescimento (p. p.)



Notas: *A categoria «Outros» capta a diferença entre a despesa em consumo feita por estrangeiros no território espanhol e a efetuada por espanhóis no estrangeiro. **Variação homóloga.

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

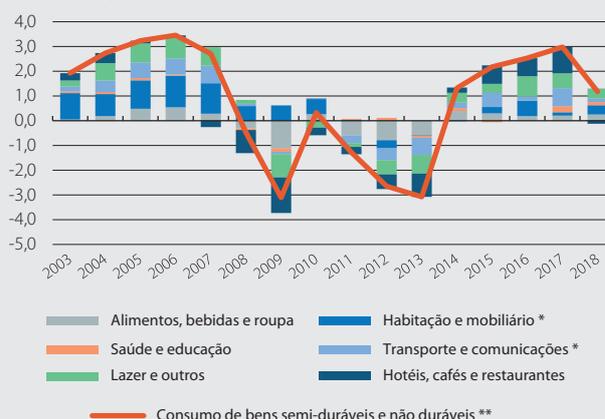
Como podemos interpretar os dados fornecidos pelos dois gráficos? Os dados que observamos no terceiro gráfico incluem as despesas feitas por estrangeiros em Espanha e não consideram um possível efeito mediante o qual os residentes espanhóis substituem a despesa turística interna pela despesa turística externa. Deste modo, pode ser que a queda na contribuição da componente «Hotéis, cafés e restaurantes» em 2018 se deva ao

facto de que os estrangeiros gastaram menos nesta componente em comparação com 2017, que os residentes gastaram menos porque fizeram uma maior despesa no estrangeiro, ou uma combinação destes dois elementos. Assim, entre 2017 e 2018, o crescimento das despesas dos turistas estrangeiros em Espanha diminuiu de 12,1% para 4,1%, respetivamente e, por sua vez – durante o mesmo período – a despesa turística no estrangeiro por parte dos residentes espanhóis acelerou de 7,2% para 12,6%. A desaceleração da despesa turística por parte dos estrangeiros e o forte crescimento da despesa dos residentes espanhóis em serviços turísticos no estrangeiro sugerem que uma combinação de ambos os fatores poderia explicar, pelo menos em parte, o comportamento desta categoria.

Por outro lado, a queda nas despesas com bens duradouros observada no período final de 2018 e no primeiro semestre de 2019 poderia ser resultado de um efeito de incerteza no setor automóvel.⁴ Assim, o consumidor, face a um setor que enfrenta um aumento na incerteza em termos regulatórios⁵ e o desafio da mudança tecnológica (combustão *versus* tecnologia elétrica) pode ter decidido adiar os planos de despesas até que estas incógnitas desapareçam. Se assim for, seria de esperar que no caso de estas incertezas dissiparem no futuro, as despesas com veículos vão experimentar um efeito de aumento repentino devido ao consumo reprimido que está a ser acumulado atualmente.

Consumo de bens semi-duráveis e não duráveis: decomposição

Contribuição para o crescimento (p. p.)



Notas: * Exceto as subcategorias classificadas como bens duráveis.

** Variação anual em termos de percentagem.

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

4. Os dados do INE no segundo gráfico não permitem ver se a queda na contribuição da componente de bens duradouros se deve às vendas de carros ou a outras categorias. No entanto, indicadores como o registo de matrículas de veículos, que mostram uma queda homóloga média de cerca de 7,0% entre o 3T 2018 e o 2T 2019, sugerem que os automóveis explicam pelo menos parte desta queda.

5. Incerteza fiscal ou possíveis restrições à circulação de veículos de combustão.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Indústria									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	-2,7	0,0	1,6	...	1,7	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	-1,9	-3,8	-4,6	-2,0	1,6	-4,6	-7,9
PMI das indústrias (valor)	54,8	53,3	51,8	51,1	49,9	48,2	48,8	47,7	46,8
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	23,9	25,8	21,9	...	12,1	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	14,2	11,5	8,3	5,5	...	1,1	...	...
Preço da habitação	6,2	6,7	6,6	6,8	5,3	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	0,9	1,0	1,5	2,1	2,2	2,1	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	54,0	55,3	53,2	53,5	54,3	53,3	...
Consumo									
Vendas a retalho	1,0	0,7	1,4	1,3	2,2	...	3,2	...	...
Matrículas de automóveis	7,9	7,8	-7,6	-7,0	-4,4	-7,9	-30,8	18,3	6,3
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-6,2	-4,8	-4,0	-5,8	-6,2	-6,2	-9,1
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,6	2,7	3,0	3,2	2,4	1,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	14,4	14,7	14,0	13,9	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,5	2,5	2,4	...
PIB	2,9	2,4	2,1	2,2	2,0	2,0	-	-	-

Preços

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Inflação global	2,0	1,7	1,7	1,1	0,9	0,3	0,3	0,1	0,1
Inflação subjacente	1,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	1,0	...

Setor externo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Comércio de bens									
Exportações (var. homóloga, acum. 12 meses, %)	8,9	2,9	2,9	2,4	2,3	...	0,8	...	...
Importações (var. homóloga, acum. 12 meses, %)	10,5	5,6	5,6	6,1	3,9	...	2,3	...	...
Saldo corrente	31,1	23,3	23,3	19,6	21,4	...	21,9	...	...
Bens e serviços	41,6	32,6	32,6	30,2	31,6	...	31,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,5	-9,3	-9,3	-10,6	-10,2	...	-9,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	33,9	29,1	29,1	25,5	27,4	...	27,6	...	...

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	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	08/19	09/19	10/19
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	3,7	5,3	5,8	5,4	5,9	4,8	...
À vista e poupança	17,6	10,9	10,0	11,3	10,9	10,3	10,9	9,6	...
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-16,8	-13,7	-12,8	-13,4	-13,2	-13,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	16,9	17,8	15,7	3,6	3,9	4,3	...
TOTAL	1,9	3,8	4,5	6,0	6,4	5,3	5,7	4,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,2	-2,1	-1,1	-1,1	-0,8	-1,3	...
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-5,7	-5,5	-3,0	-2,1	-1,8	-2,5	...
Famílias - habitações	-2,8	-1,9	-1,4	-1,1	-1,2	-1,5	-1,5	-1,4	...
Famílias - outros fins	3,7	5,1	4,7	4,2	3,8	3,0	3,4	2,0	...
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-11,8	-10,4	-7,2	-5,3	-5,0	-5,6	...
TOTAL	-2,8	-2,9	-2,8	-2,6	-1,5	-1,3	-1,1	-1,6	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	7,8	5,8	5,8	5,7	5,4	5,0	5,2	5,0	...

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.

Desafio climático: o futuro do planeta está em causa

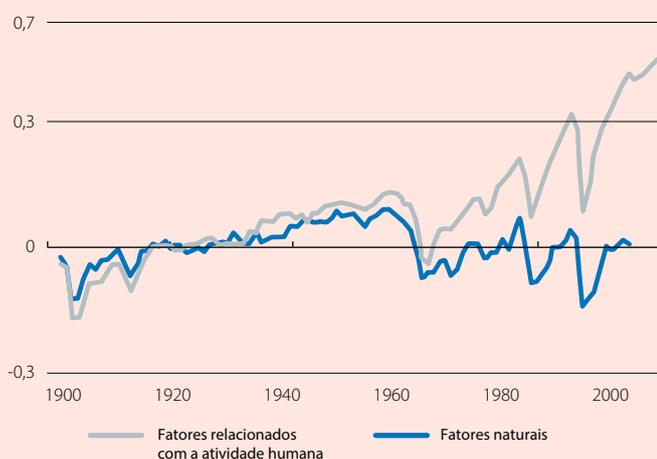
As alterações climáticas são um assunto atual. Basta estarmos atentos diariamente às notícias na comunicação social. Além disso, o número de estudos que abordam este assunto é enorme, indicando não só a popularidade, como também a relevância do problema. Neste artigo, tentaremos discutir o alcance deste fenómeno.

O fenómeno: evidências científicas e climatológicas

Este é um Dossier escrito na íntegra por economistas. No entanto, é necessário “despir o fato-macaco” da nossa profissão por alguns momentos para explicar brevemente a base científica que está por trás do aquecimento global. Vamos lá então. A Terra absorve metade da radiação que vem do Sol, emitindo posteriormente na forma de radiação infravermelha. Parte desta radiação vai para o espaço, mas outra parte é refletida na Terra pelos gases de efeito estufa na atmosfera (principalmente dióxido de carbono, mas também metano e óxido de azoto). É o que se conhece como «efeito estufa». Em princípio é um efeito positivo: sem ele, a temperatura média da Terra seria de menos 30°C, muito fria para a sobrevivência da maior parte dos nossos ecossistemas. O problema é que, **desde meados do século XX, ocorreu um aumento na atmosfera da concentração de dióxido de carbono e metano**, de modo que uma quantidade excessiva de radiação infravermelha «regressa» à superfície da Terra com o conseqüente aumento de temperatura. Por exemplo: a quantidade de dióxido de carbono na atmosfera aumentou 14,2% entre 1765 e 1965, mas disparou para 27,5% entre 1965 e os dias de hoje.¹

Aumento da temperatura global

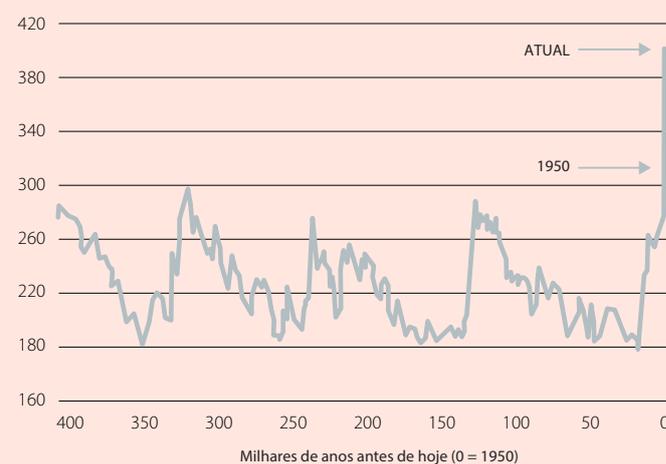
Desvio em relação à média de 1850-1900 (°C)



Fonte: Huber, M. e Knutti, R. (2011). «Anthropogenic and natural warming inferred from changes in Earth's energy balance». *Nature Geoscience*, 5.

prestigiada Escola Politécnica Federal de Zurique⁵ os quais baseando-se num modelo relativamente simples dos fluxos de energia da Terra, **estimaram que pelo menos três quartos das alterações climáticas dos últimos 60 anos se devem à atividade**

Concentração de dióxido de carbono na atmosfera (Partes por milhão)



Fonte: NASA.

em 1965, mas disparou para 27,5% entre 1965 e os dias de hoje.¹

O que está por trás destas alterações? De uma forma um tanto ou quanto provocadora, poderíamos afirmar que ocorreram sempre mudanças climáticas: o clima muda continuamente e, de facto, até à era industrial (por volta de 1750) o nosso planeta aqueceu e arrefeceu de forma alternada em ciclos de cerca de 100.000 anos.² O que mudou nas últimas décadas é que **a atividade humana** (por exemplo através da utilização de combustíveis fósseis, exploração agrícola intensiva etc.) **fez aumentar substancialmente a emissão e a conseqüente concentração de gases de efeito estufa na atmosfera**, tendo provocado um aumento de temperatura de 1°C em relação a 1750.³ Portanto, em vez de falarmos sobre alterações climáticas, seria conveniente falar sobre **alterações climáticas antropogénicas** (causadas pelo ser humano).

A comunidade científica concorda que as alterações climáticas são antropogénicas, existindo um consenso científico⁴ em torno da mesma. Um dos estudos mais significativos foi o

levado a cabo em 2011 pelos físicos Mark Huber e Reto Knutti da

1. Ver Earth System Research Laboratory (2018). «Trends in atmospheric carbon dioxide». Organização Nacional Oceânica e Atmosférica dos EUA.
 2. Estas flutuações estariam causadas por pequenas alterações no eixo de rotação da Terra. Ver Clark, J. et al. (2009). «The Last Glacial Maximum». *Science*.
 3. Especificamente, estima-se que 72% das emissões de gases de efeito estufa produzidas pela atividade humana sejam provenientes da energia; 11% da agricultura; 6% dos processos industriais não relacionados com a energia e 6% das alterações na utilização da terra e na exploração e conservação das florestas.
 4. Ver Cook, J. et al. (2016). «Consensus on consensus: A synthesis of consensus estimates on human-caused global warming». *Environmental Research Letters* 11 048002.
 5. Ver Huber, M., Knutti, R. (2011). «Anthropogenic and natural warming inferred from changes in Earth's energy balance». *Nature Geoscience*.

humana. Por outro lado, os fatores naturais que influenciam as mudanças de temperatura (como a órbita da Terra, o nível de radiação solar ou atividade vulcânica, entre outros) poderiam explicar apenas uma pequena parte do aquecimento global que temos vindo a experimentar nas últimas décadas (ver o segundo gráfico).

Cenários das alterações climáticas: O que é o que o futuro nos reserva?

Devemos estar conscientes que a temperatura média da Terra vai continuar a subir nos próximos anos, mesmo se as emissões de gases de efeito estufa se estabilizassem hoje. Assim, a Terra vai continuar a aquecer a curto prazo como resultado das emissões atuais e recentes (o acumular de gases na atmosfera é decisivo, pois a maioria demora anos a desaparecer) e da inércia térmica dos oceanos (entre 30% e 40% das emissões de carbono das últimas décadas dissolveram-se em oceanos, rios e lagos, contribuindo para o aumento da temperatura e para a acidificação).

O Painel Intergovernamental para as Alterações Climáticas (IPCC),⁶ – grupo de cientistas que assessoram a ONU neste assunto – propôs quatro cenários de aumento médio da temperatura em 2100 em relação aos níveis pré-industriais (convém recordar que, até agora, o aumento já foi de 1°C).

Para tal, fizeram projeções sobre os níveis de emissão de gases de efeito estufa de acordo com as políticas adotadas e, utilizando dados históricos, transformaram-nos em aumentos da temperatura. Os quatro cenários que consideramos são os seguintes:

- **Cenário 1. Business as usual:** se não for tomada nenhuma ação e as emissões continuarem a crescer ao ritmo atual, o aumento seria entre 4°C e 5°C.
- **Cenário 2. Transição energética insuficiente:** se continuarem a ser aplicadas as políticas atuais para atenuar o crescimento das emissões, o aumento seria entre 3°C e 4°C.
- **Cenário 3. Transição energética intermédia:** o aumento seria de 2°C (ou ligeiramente inferior) se as políticas estabelecidas no Acordo de Paris fossem totalmente implementadas.⁷
- **Cenário 4. Transição energética ambiciosa:** o aumento seria de 1,5°C.

O que implicam estes números e cenários? São apenas pontos de referência que nos podem ajudar a ver como as futuras condições de vida e ambientais e de vida no planeta basear-se-ão em função das políticas adotadas agora. Os cientistas concordam que **qualquer aumento de temperatura acima dos 2°C provocaria sérios riscos climáticos**, como um aumento acentuado do nível do mar, secas e eventos climáticos mais violentos (ciclones, furacões, inundações...) e frequentes.

Isto não significa que as consequências de nos situarmos abaixo dos 2°C sejam inofensivas: de acordo com o IPCC, **existe uma diferença significativa entre limitar o aumento da temperatura para 1,5°C** (objetivo que o acordo de Paris pretende almejar) e 2,0°C. Por exemplo, no primeiro caso, o número de pessoas que teriam problemas de acesso a água potável reduziria para metade.

O grande desafio para os governos e reguladores é que limitar o aumento para 1,5°C em 2100 exige medidas muito ambiciosas⁸ com um impacto significativo no modelo produtivo e na grande maioria dos setores económicos. Por exemplo, o objetivo seria alcançado através da redução para metade das emissões de carbono em 2030 e, a partir de 2050, atingindo um nível de emissões zero. Estes esforços podem ser complementados pela implementação de medidas (como uma reflorestação em larga escala) e o desenvolvimento de tecnologias que permitam capturar e armazenar parte dos gases de efeito estufa que emitimos. As tecnologias em questão ainda não germinaram. Por isso é essencial que as políticas públicas apoiem os esforços do setor privado e da comunidade científica para as desenvolver. De qualquer forma, quanto mais cedo agirmos, menos perturbações irá provocar esta transição. Uma transição que, por sua vez, é inevitável, tendo em vista o alcance do fenómeno.

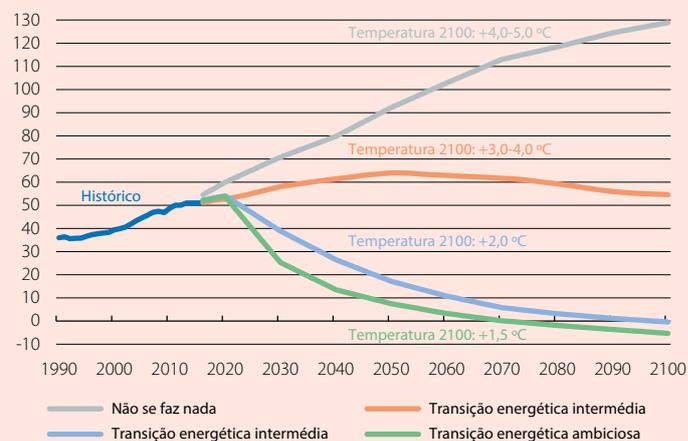
6. Intergovernmental Panel on Climate Change.

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

8. Ver o artigo «Como agir perante as alterações climáticas? Ações e políticas para a atenuar» neste mesmo Dossier para uma análise aprofundada de medidas concretas.

Cenários de emissões de dióxido de carbono

(Gigatoneladas globais)



Nota: As projeções de temperaturas em 2100 são aumentos em relação aos níveis pré-industriais (1750).
Fonte: Tracker da Ação Climática.

Alterações climáticas: consequências e dificuldades para a travar

Atualmente, estamos a começar a observar as primeiras consequências das alterações climáticas. Por exemplo, todos sabemos que, com o aumento da temperatura ocorre uma diminuição dos calotes de gelo polares. No entanto, isto é apenas a ponta do iceberg se não agirmos adequadamente. A seguir, avaliaremos algumas das consequências que as alterações climáticas podem ter no futuro e quais os fatores que impedem uma evolução mais decisiva rumo a uma economia mais ecológica e, em última instância, mais sustentável a longo prazo.

Os custos das alterações climáticas

Os climatologistas concordam que os efeitos mais prováveis do aquecimento global incluem **o degelo dos glaciares e dos calotes polares, o aumento do nível do mar e desastres climáticos mais frequentes e violentos**.¹

No entanto, existem grandes dificuldades para avaliar com precisão a extensão destes efeitos, dado que dependerão do grau de adaptação das economias e da população a este novo contexto. O que parece evidente é que o aumento da temperatura **fará aumentar a dureza e a ocorrência de eventos extremos**. Trata-se de fenómenos meteorológicos imprevisíveis mas com sérias consequências, como ciclones, furacões ou inundações, cuja probabilidade de ocorrência aumentará significativamente se o aumento dos gases de efeito de estufa não for travado.

Também é muito difícil estimar exatamente o impacto económico da alteração climática. Estes são os principais obstáculos:

- A dificuldade mencionada anteriormente em saber o aumento da frequência de fenómenos meteorológicos extremos.
- **A relação estreita entre o desenvolvimento económico e o clima**. Um aumento de temperatura afeta as economias, por exemplo, através dos danos económicos causados por eventos meteorológicos extremos. Porém, as alterações no modelo de produção e no crescimento económico influenciam o nível de emissão de carbono, acabando por condicionar a evolução da temperatura.
- Desconhecemos o alcance da **mudança tecnológica** e em que medida atenuará estes riscos (por exemplo, estão a ser investigadas novas formas para além da reflorestação e o aumento de espaços verdes, para reabsorver parte das emissões de carbono).
- Como **avaliamos os benefícios e as perdas** económicas daqui a 100 anos? A denominada «taxa de desconto», que tenta medir o grau de solidariedade das gerações atuais com as do futuro, é muito difícil de estimar, pois depende das preferências do conjunto da sociedade, que podem mudar ao longo do tempo.
- A transição energética produzirá custos de **transição** para muitos setores que correm o risco de ficar para trás se não se adaptarem a uma economia com menos emissões de gases de efeito de estufa. Dependendo das medidas compensatórias implementadas e da velocidade da transição energética, as empresas serão mais ou menos afetadas.

Todas estas barreiras significam que não vale a pena estudar o possível impacto económico que as alterações climáticas terão daqui a alguns anos? Longe disso. Compreender e quantificar melhor o impacto das alterações climáticas a partir de uma análise de custo-benefício é essencial para ter uma ideia, por exemplo, dos danos causados pela emissão de uma tonelada adicional de carbono para a atmosfera. Segundo o prestigioso economista de Chicago Michael Greenstone, este é «o número mais importante do qual nunca ouvimos falar» e possuir uma boa estimativa ajudar-nos-ia a interiorizar melhor as consequências das nossas decisões.

De facto, nos últimos anos, as análises do impacto económico das alterações climáticas melhoraram significativamente. Neste sentido, destaque para o artigo que, em 2018, três professores de Stanford publicaram na revista *Nature* no qual estimam que,² **num cenário em que as atuais políticas de energia continuam a ser aplicadas, haverá uma redução no PIB global de entre 15% e 25% em 2100 face a um cenário no qual as temperaturas se mantêm nos níveis atuais, sendo que a redução seria superior a 25% caso não fosse aplicada nenhuma política (cenário *business as usual*)**.³ Além disso, estimam que passar de um cenário com um aumento de 2°C para um de 1,5°C beneficiaria 90% da população mundial em 2100 e permitiria poupar mais de 18 biliões de euros (valor que corresponde a um quarto do atual PIB global). Uma das críticas que este estudo recebeu é que não considerava os custos de transição que implicariam a redução de emissões. No entanto, com base noutros estudos, os autores concluem que estes custos seriam muito inferiores em comparação com os benefícios da limitação do aquecimento global. Além disso, argumentam que levam a cabo uma estimativa conservadora do impacto económico da alteração climática, dado que excluem da análise o impacto de eventos climáticos extremos.

1. Os efeitos já se começaram a notar: sem ir mais além, a onda de calor que fez 70.000 vítimas na Europa em 2003 é atribuída às alterações climáticas, de acordo com Trenberth, K., Fasullo, J. e Shepherd T. (2015). «Attribution of climate extreme events». *Nature Climate Change* 5,8: 725-730.

2. Ver Burke, M., Davis, M. e Diffenbaugh, N. (2018). «Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets». *Nature*.

3. Para calcular estes números utilizam uma taxa de desconto (3%) nem muito alta nem muito baixa.

Da mesma forma gostaríamos de destacar que o impacto das alterações climáticas atinge todos os âmbitos da vida, não só o económico. O estudo sobre mortalidade liderado pela Greenstone, em 2018, é particularmente impressionante.⁴ O mesmo refere que **num cenário de *business as usual* a alteração climática seria responsável por 85 mortes por cada 100.000 habitantes em 2100** (hoje em dia, todos os tipos de cancro causam 125 mortes por cada 100.000 habitantes), um número que considera os custos de adaptação dos seres humanos às novas temperaturas e o seu nível económico para as enfrentar. Também é interessante verificar que o impacto será negativo em áreas com altas temperaturas e positivo em zonas com baixas temperaturas,⁵ tal como é possível observar no gráfico. Finalmente, o Banco Mundial estima que, se não forem tomadas medidas em **2050 os efeitos das alterações climáticas poderão forçar mais de 140 milhões de pessoas a emigrar**, especialmente desde países mais pobres.⁶

Travar a alteração climática: O que está a falhar?

Se o problema é tão grave, porque é que ainda não foram tomadas decisões adequadas? Nesta secção, descrevemos alguns dos fatores que dificultam o progresso da luta contra as alterações climáticas:

- **Falta de informação**

Antes de mais, para que as famílias, as empresas e o setor público tomem as melhores decisões, devem ter a informação mais completa possível. Apenas desta forma poderão avaliar corretamente os custos e os benefícios das suas decisões.

No início da revolução industrial, pouco ou nada se sabia sobre o impacto dos gases de efeito de estufa (GEE). Atualmente, embora as investigações científicas sobre as causas das alterações climáticas e as suas consequências sobre a natureza e a atividade humana tenham avançado substancialmente, ainda existe uma parte importante da população que não está ciente das consequências das decisões que toma. O trabalho pedagógico das origens das alterações climáticas e as suas possíveis consequências é imprescindível.

- **Dificuldades para incorporar as externalidades⁷**

A emissão de GEE criada quando uma empresa produz ou qualquer cidadão consome, acarreta custos para o conjunto da sociedade que normalmente essa pessoa ou empresa não levam em consideração. Na gíria económica isto denomina-se como externalidade negativa.

Pelo contrário, o investimento em tecnologias e energias sustentáveis cria externalidades positivas. Ou seja, para além do retorno económico direto proporcionado pelo próprio investimento, são criados benefícios para o conjunto da sociedade (como respirar um ar mais limpo) que os investidores nem sempre consideram, pois não se repercute em qualquer recompensa económica.

Por estas razões, **é desejável aplicar mecanismos que facilitem que todos, indivíduos e empresas, sejam conscientes sobre como as decisões que tomamos afetam indiretamente o clima.**

- **O problema do «passageiro clandestino» (*free-rider*)**

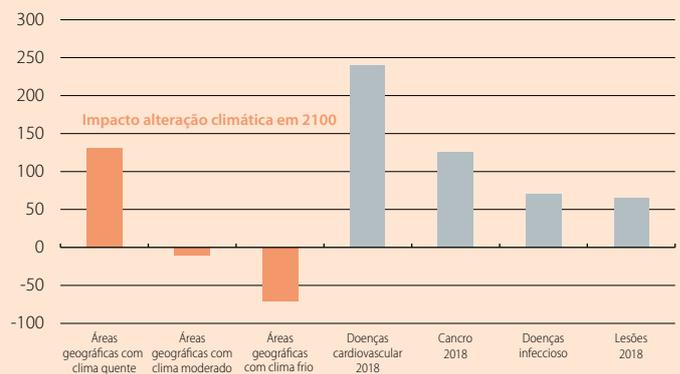
«Porque é que devo contaminar menos se os restantes agentes o fazem? O que é que me vai beneficiar?» Se todos pensarmos desta maneira, será impossível reduzir as emissões de GEE.

- **Pensando a curto prazo**

Mesmo considerando todas as informações disponíveis e sendo conscientes dos custos de algumas decisões, as famílias, as empresas e os órgãos reguladores às vezes tomam decisões que possuem um efeito prejudicial sobre o clima a médio e longo prazo, dado que atuam pensando apenas a curto prazo.

Em suma, as alterações climáticas causadas pela atividade humana são um desafio crucial para a nossa espécie e que nos afeta em muitas áreas. Não há desculpa para não as encarmos com a seriedade e decisão que merecem. **Não podemos perder mais um segundo.**

Impacto da alteração climática sobre a mortalidade (Mortes por cada 100.000 pessoas)



Nota: Assume-se que não serão tomadas medidas para travar a alteração climática. O impacto considera as mudanças na adaptação da população ao aumento da temperatura.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Greenstone, M. et al. (2018). «Valuing the Global Mortality Consequences of Climate Change Accounting for Adaptation Costs and Benefits». Working Paper n.º 2018-51. Becker Friedman Institute. Universidade de Chicago.

4. Ver Greenstone, M. et al. (2018). «Valuing the global mortality consequences of climate change accounting for adaptation costs and benefits». Becker Friedman Institute Working Paper n.º 2018-51. Universidade de Chicago.

5. Este é o efeito médio, ou seja, sem considerar a possibilidade da ocorrência de eventos extremos.

6. Banco Mundial (2018). «Groundswell: preparing for internal climate migration».

7. De forma geral, as externalidades são consequências impostas por uma atividade económica no resto da sociedade e que não se refletem bem no seu preço.

Como agir perante as alterações climáticas? Ações e políticas

Nos últimos anos, tornou-se evidente a necessidade de agir rapidamente perante as alterações climáticas, até ao ponto de nos referirmos a este fenómeno como uma «emergência climática».¹ Como podemos lidar com esta situação? Neste artigo, propomos medidas para atenuar os seus efeitos ou pelo menos tentar. Trata-se de um desafio coletivo que deve envolver reguladores, empresas e as famílias.

Reguladores

A regulamentação desempenha um papel fundamental na luta contra as alterações climáticas. Assim, é necessário que as medidas adotadas pelo regulador sejam implementadas o mais rapidamente possível e que emanem a partir de um quadro claro e estável. Quanto mais tempo demorarem a aplicar, mais cara será a adaptação para as empresas e as famílias.

Uma das propostas que produz mais consenso entre os economistas é a **introdução de mecanismos que tornem as emissões de gases de efeito estufa (GEE)**² mais caras dado que alteram na forma pretendida os incentivos das empresas quando investem e produzem e das famílias quando consomem. Idealmente, estes mecanismos deveriam refletir adequadamente o custo de emissão dos GEE para o meio ambiente, e as receitas geradas poderiam ser utilizadas para compensar os consumidores pelo aumento dos preços dos bens intensivos em carbono, através do investimento em novas infraestruturas de emissões reduzidas ou apoiando inovações tecnológicas.

No entanto, conhecer o preço adequado das emissões não é fácil. Algumas estimativas sugerem que, para alcançar o Acordo de Paris de 2015, deveria situar-se entre 36 e 72 euros por tonelada de CO₂ em 2020 e entre 45 e 90 em 2030, um número que varia em função de cada economia, dependendo das suas características.³ Da mesma forma, o FMI estima que, com um preço de CO₂ que atinja gradualmente os 68 euros por tonelada em 2030 nos países do G20, seria possível limitar o aquecimento global abaixo dos 2 °C.⁴ Contudo, de acordo com dados do Banco Mundial, **hoje em dia apenas 20% das emissões de GEE são taxadas, ou seja, o preço médio global da emissão de uma tonelada de CO₂ é de apenas 1,8 euros.**

Existem dois mecanismos para tornar mais caras as emissões de GEE:

- **Mercado de emissões.** Mediante este sistema, o regulador estabelece um limite máximo para a quantidade total de toneladas de CO₂ que podem ser emitidas por ano e região e, dentro do limite estabelecido, as empresas recebem ou adquirem direitos de emissão com os quais podem negociar entre si com base nas suas necessidades. O limite máximo desce todos os anos, incentivando as empresas a emitir menos CO₂ e a investir em tecnologias ambientalmente mais sustentáveis. Atualmente, o maior mercado mundial de emissões está na UE: o European Trading System (ETS) foi um dos primeiros mercados de emissões e regula 45% das emissões de GEE na região. Neste sistema, alguns direitos de emissão são distribuídos gratuitamente (uma percentagem que vai descendo todos os anos) e, como mostra o gráfico, o preço final que ajusta a oferta com a procura tem sido relativamente volátil.
- **Imposto sobre as emissões.** O regulador define um preço para as emissões de GEE que aumentam progressivamente (em vez de uma quantidade que diminui, como no mercado de emissões). Desta forma, com uma progressividade futura já anunciada desde o início, as empresas podem planear adequadamente como investir com maior eficiência em novas tecnologias.

No entanto, definir um preço para as emissões envolve alguns desafios que o regulador deve considerar:

- **Filtração de carbono (carbon leakage).** O desafio climático é global e não tem fronteiras. Caso não haja coordenação internacional e as emissões de carbono forem mais caras nalguns países e mais baratas noutros, a eficácia das medidas adotadas será reduzida, dado que as empresas poderão deslocar os seus centros de produção se o impacto na sua competitividade for demasiado elevado. Por este motivo, na ausência de coordenação internacional, vários economistas argumentaram que seria positivo estabelecer taxas sobre as importações de produtos intensivos em carbono (para competir em igualdade de condições no mercado interno) e subsidiar empresas exportadoras (para poderem competir nos mercados internacionais).⁵
- **Reação política (political backlash).** Ao tornar os produtos intensivos em carbono mais caros, alguns grupos vulneráveis (como famílias com menores rendimentos ou o setor dos transportes) podem ser prejudicados de forma mais acentuada do que o

União Europeia: preço do carbono no mercado de emissões

(Euros por tonelada métrica de CO₂)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da European Energy Exchange.

1. Ver os dois primeiros artigos deste Dossier, nos quais são detalhadas as causas e consequências das alterações climáticas.

2. Apesar de todos os gases de efeito estufa contribuírem para as alterações climáticas, o aumento da temperatura causada pelo homem é explicado principalmente pelas emissões de CO₂. Ver o IPCC (2013). «Climate Change 2013: The Physical Science Basis».

3. Ver Stiglitz, J. E., Stern, N. et al. (2017). «Report of the high-level commission on carbon prices».

4. FMI (2019). «Fiscal Monitor: How to Mitigate Climate Change».

5. Esta medida encontra-se num documento que assinaram em 2019, entre outros, 27 prémios Nobel e 4 ex-presidentes da Reserva Federal dos EUA. Council, C. L. (2019). «Economists' Statement on Carbon Dividends». Wall Street Journal.

resto da sociedade, podendo opor-se firmemente a estas políticas, como aconteceu com o movimento dos coletes amarelos em França.⁶ Especificamente, segundo estimativas do FMI, um preço do carbono de 68 euros aumentaria o consumo energético em cerca de 45% e a gasolina em 15%.⁷ Daí a necessidade de uma transição energética justa e o mais inclusiva possível. Foram propostas duas soluções para este problema potencial:

- Compensar diretamente os grupos mais afetados pela entrada em vigor desta política por intermédio das receitas arrecadadas com o preço das emissões.
- Devolver as receitas arrecadadas a todos os cidadãos da região de forma equitativa através de um subsídio de quantia fixa (*lump-sum rebate*).⁸

Segundo o Banco Mundial,⁹ atualmente existem 57 iniciativas no mundo que tornam mais caras as emissões de carbono (seja através de um mercado de emissões ou de um imposto). Entre elas **destaca-se o imposto ao carbono da Suécia**, com um preço de 115 euros por tonelada e que cobre 40% das emissões suecas de CO₂ (tendo em conta que as emissões já incluídas no ETS da UE estão isentas). Esta medida foi instaurada em 1995 e contribuiu para reduzir as emissões de CO₂ em 25% desde então.¹⁰

No entanto, o preço das emissões não é a única solução nem é suficiente para reduzir os efeitos das alterações climáticas. **Para ser eficaz, deve ser acompanhado de outras medidas que ofereçam alternativas sustentáveis aos consumidores e às empresas** (melhorias na eficiência energética das infraestruturas, melhorias na mobilidade urbana e interurbana ou ajudas à investigação em novas tecnologias, entre outras).

Empresas

O desafio climático diz respeito a toda a sociedade e é crucial que o papel adotado pelo setor privado seja também muito ativo. Assim, **é essencial que as empresas se comprometam com a sustentabilidade do planeta**, o que exige integrar na sua missão os interesses de todos os grupos que contribuem para a criação de valor comercial: clientes, acionistas, empregados e o conjunto da sociedade.

Neste sentido são, cada vez mais importantes uma vasta gama de indicadores que vão além dos benefícios económicos, como os ODS (objetivos de desenvolvimento sustentável), 17 objetivos aprovados pelas Nações Unidas para erradicar a pobreza, proteger o planeta e garantir prosperidade para todos. Para analisar em quais áreas específicas as empresas podem contribuir para a sustentabilidade do planeta, as informações fornecidas pelo Observatório dos ODS que avaliam o grau de cumprimento dos ODS nas empresas espanholas são muito úteis. No que respeita às questões ambientais, o segundo relatório do Observatório¹¹ analisa o progresso das empresas cotadas em Espanha em 2017 em áreas como a utilização de energia renovável, consumo de água, gestão de resíduos, informações e nível de emissões e políticas ambientais. O relatório mostra uma melhoria em relação ao relatório do ano anterior, mas garante que ainda existe um longo caminho a percorrer: em 2017, 34% reportaram a utilização de energia renovável nos seus relatórios (26% em 2016) e 35% declararam que reduziram as emissões de GEE (20% em 2016).

Da mesma forma, convém destacar que **este compromisso com a sustentabilidade não está de todo desligado dos benefícios económicos das próprias empresas**: aquelas que se comprometem com tomar medidas alinhadas com os ODS podem beneficiar, a curto prazo, de uma maior fidelidade dos clientes, maior compromisso dos seus empregados e menores custos de capital.¹² Pelo contrário, existe um risco de reputação para aquelas empresas que são vistas como parte do problema e que não estão a agir decisivamente para travar a alteração climática. Além disso, a médio e longo prazo, aquelas empresas que não tenham sido capazes de se adaptar ou inovar nesta direção poderiam enfrentar sérias dificuldades face ao novo contexto regulamentar ou a perante a reprovação de consumidores cada vez mais consciencializados.

Famílias

As famílias são fundamentais para acelerar estas mudanças no quadro regulamentar e empresarial. Se os cidadãos não exigirem uma regulamentação mais rígida sobre as emissões de GEE, será mais difícil para os governos determinar um preço adequado para as taxas de forma a cumprir (pelo menos) o Acordo de Paris. Igualmente, sem uma mudança nas preferências do consumidor em relação a produtos intensivos em carbono, as empresas que os produzem não terão tantos incentivos para inovar em tecnologias verdes.

Para que aconteça esta mudança nas preferências dos indivíduos, é necessário superar os travões à luta contra as alterações climáticas expostos neste Dossier. Por exemplo, se não soubermos os estragos que as nossas ações podem produzir no meio ambiente, não podemos tomar as decisões corretas. Além disso, muitas vezes podemos pensar que as ações individuais contra as alterações climáticas são insuficientes, situação que nós economistas denominamos de «problema do passageiro clandestino». Até certo ponto são, por exemplo, o facto de se uma pessoa utilizar aparelhos com eficiência energética não ajuda muito se o resto utilizar aparelhos mais poluentes. No entanto, **as ações adotadas por cada um têm a capacidade de influenciar as daqueles que nos rodeiam e podem levar a criar círculos virtuosos**.

Em suma, devemos ter em mente que **na luta contra as alterações climáticas haverá vencedores e vencidos**, os quais devem ser compensados. Contudo, também devemos ser conscientes que **se não for combatida, não vão existir sequer vencedores**. Como a emergência climática é precisamente isto mesmo, uma emergência, temos a obrigação de agir o mais rapidamente possível e da forma mais justa e ambiciosa possível.

6. Ver o artigo «Instabilidade política no contexto europeu: França no centro das atenções» da IM04/2019.

7. Consultar a nota 4.

8. Consultar a nota 5.

9. <https://carbonpricingdashboard.worldbank.org/>

10. Ver Gaspar, V. et al. (2019). «Fiscal Policies to Curb Climate Change». IMFBlog.

11. Ver Castiñeira, A. et al. (2019). «La contribución de las empresas españolas a los objetivos de desarrollo sostenible. Segundo Informe». ESADE e "la Caixa".

12. FMI (2019). «Global Financial Stability Report: Lower For Longer». Capítulo 6: *Sustainable Finance: Looking Farther*.

Alterações climáticas, a transição verde e o setor financeiro

As alterações climáticas e a transição para uma economia de baixas emissões de carbono também abrangem o sistema financeiro. Primeiro, **devido a seu papel de intermediário entre poupança e investimento**, dado que o setor financeiro pode facultar a canalização de recursos para atividades que contribuem para a transição verde.¹ E, em segundo lugar, **pelos riscos financeiros que trazem consigo a alteração climática e as ações para a atenuar**. Neste artigo, analisamos as implicações da alteração climática no setor financeiro e a transição para uma economia sem carbono.

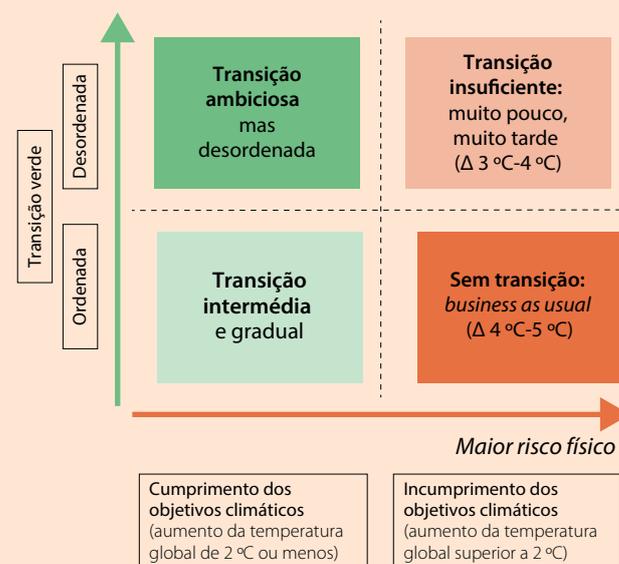
As economias enfrentam dois tipos de riscos associados às alterações climáticas:

- **Riscos físicos**, decorrentes dos efeitos diretos das alterações climáticas, como **aumentos na frequência e na intensidade de eventos meteorológicos extremos e alterações no equilíbrio dos ecossistemas**. Estes riscos podem manifestar-se abruptamente (na forma de eventos específicos, como inundações ou tempestades) ou gradualmente (alterações nos padrões meteorológicos). Da mesma forma, estes riscos podem levar a aumentos consideráveis nas despesas para os enfrentar e danos físicos na capacidade produtiva das empresas (como perturbações na sua cadeia de fornecimentos) e nos ativos das famílias. Neste sentido, **praticamente todos os setores da economia enfrentam riscos físicos**.
- **Riscos de transição**, ligados à **transformação para uma economia sem carbono**. Os riscos de transição decorrem de **alterações regulamentares** (como limites rigorosos às emissões de carbono e de outros gases de efeito estufa)² e **tecnológicas**³ (por exemplo, sistemas de transporte totalmente elétricos) necessárias para alcançar o objetivo de descarbonização. Além disso, a transição verde também pode produzir **mudanças no lado da procura**, decorrentes da evolução das preferências e do comportamento do consumidor, mais sensíveis a questões ambientais. Tudo isto irá criar novas oportunidades, mas também poderá afetar o desempenho de vários setores económicos e a valorização do mercado de uma vasta gama de ativos, com as consequentes implicações financeiras.⁴
- **Os riscos físicos e os riscos associados à transição verde estão interrelacionados**. O impacto físico da alteração climática depende, em grande parte, das ações corretivas que governos, investidores, empresas e consumidores efetuarem a curto prazo. Em particular, se a ação corretiva for ambiciosa e precoce, os riscos de transição poderão ser maiores, mas os físicos serão menores. Pelo contrário, se for tomada uma ação corretiva tardia e débil (menores riscos de transição) os riscos físicos associados às alterações climáticas irão aumentar. Também são possíveis cenários em que ambos os riscos são elevados, por exemplo, se a ação corretiva for abrupta e se ocorrer tardiamente, quando alguns dos riscos físicos já são difíceis de evitar.⁵ Assim, dependendo da velocidade e da intensidade das ações destinadas a atenuar os efeitos das alterações climáticas, situamo-nos em diferentes cenários climáticos (ver o gráfico).

Para o setor financeiro, o impacto dos riscos associados às alterações climáticas pode ser materializado através dos riscos tradicionais que o setor enfrenta. Em particular, **os riscos físicos e de transição podem ter um impacto em termos de crédito, reputação, operacionalidade e de mercado**.⁶ Por exemplo, eventos climáticos extremos podem causar danos significativos em ativos e reduzir a capacidade de pagamento dos mutuários. Para o setor bancário, isto pode traduzir-se num aumento na probabilidade de incumprimento e numa perda de valor das garantias que suportam o empréstimo. Da mesma forma, o risco de crédito também pode decorrer de exposições a empresas com modelos de negócios não alinhados com a transição para uma economia sem carbono. Outro exemplo seria o dano a imobiliário próprio causado por eventos climáticos extremos, que seriam considerados risco operacional.

Cenários e riscos climáticos

Maior risco de transição



Fonte: BPI Research, a partir da Network for Greening the Financial System.

1. Ver o artigo «O financiamento que pensa em verde» da IM04/2019.

2. Neste sentido, o Acordo de Paris de 2015 representa um risco de transição impulsionado por mudanças regulamentares. Em particular, os países signatários concordaram limitar o aquecimento global abaixo de 2°C, reduzindo drasticamente as emissões de gases de efeito estufa. Isto exigirá, entre outras, medidas regulamentares e grandes mudanças nas políticas industriais e energéticas.

3. O risco tecnológico está associado à velocidade e escalada das novas tecnologias e ao grau de transformação e afetação dos setores face a estas novas tecnologias.

4. European Systemic Risk Board. «Too late, too sudden: Transition to a low-carbon economy and systemic risk». Reports of the Advisory Scientific Committee, n.º 6.

5. Ver Clara I. González e Soledad Núñez, 2019. «Mercados, entidades financieras y bancos centrales ante el cambio climático: retos y oportunidades», Working Papers 019-06, FEDEA.

6. Risco resultante do comportamento de uma classe de ativos ou de um mercado. Alguns exemplos incluem reavaliações substanciais e abruptas do preço dos ativos, o que deixa alguns ativos em desuso.

Neste contexto, a necessidade de avaliar e integrar os riscos climáticos no conjunto de riscos que podem afetar o setor financeiro é partilhada tanto pelas entidades que fazem parte do setor como pelos reguladores e supervisores. No entanto, esta não é uma tarefa fácil, dado que os riscos climáticos apresentam uma série de características que dificultam a sua **identificação, medição e avaliação**:

- Em primeiro lugar, **os riscos físicos associados à alteração climática são difíceis de captar**. Especificamente, são de **ocorrência e dimensão imprevisíveis, possuem um grande alcance** (são relevantes para vários setores, linhas de negócios e zonas geográficas) e o **horizonte de tempo em que se podem materializar** é longo, desconhecido e, muitas vezes, **superior aos horizontes de decisão tradicionais** dos diversos agentes económicos. Contudo, os efeitos da alteração climática dependem das ações tomadas hoje. É precisamente este desajustamento de tempo entre a ação e o impacto (a denominada «tragédia do horizonte») que dificulta a perceção dos riscos climáticos.⁷
- Em segundo lugar, **os riscos de transição são duplamente incertos**. Por um lado, a trajetória rumo a uma economia sem carbono é por si só desconhecida. Neste sentido, a alteração poderá ocorrer rapidamente mas de maneira descoordenada e dispendiosa (neste caso, os riscos de transição serão especialmente elevados),⁸ que seja feita gradualmente e de forma ordenada (neste caso, os riscos de transição serão baixos) ou que a transição realizada seja insuficiente (neste caso, os riscos físicos serão maiores). Por sua vez, dentro de cada trajetória, os termos e condições para descarbonizar a economia também são incertos.
- Em terceiro lugar, **é difícil medir o impacto dos riscos físicos e da transição no setor financeiro**. Em parte, esta dificuldade deve-se à **falta de informação corporativa** (de natureza pública) **sobre o impacto financeiro dos riscos climáticos e a sua consideração em termos estratégicos**. Por exemplo, não existe uma **taxonomia padronizada** que separe claramente as atividades verdes⁹ das que não são, e que esclareça o quão verde cada atividade é. Atualmente, não existem **padrões comuns para a divulgação de informações financeiras relacionadas com o clima**. Isto é relevante porque dificulta a transparência, o estabelecimento de quadros de referência claros e a avaliação de questões como quais seriam as empresas que podem aproveitar melhor as oportunidades que uma economia sem carbono proporciona ou quais as empresas que estão melhor preparadas para enfrentar os riscos climáticos. Além disso, esta falta de informação pode levar a uma avaliação incorreta de alguns ativos e a uma atribuição ineficiente de capital. Neste contexto, são muito bem-vindas iniciativas para estabelecer padrões comuns. Isto inclui as recomendações do grupo de trabalho Task Force for Climate-related Financial Disclosures (TCFD), uma iniciativa do Conselho de Estabilidade Financeira para a divulgação corporativa de riscos financeiros associados à alteração climática. No entanto, até agora **as iniciativas de divulgação de riscos climáticos tiveram um alcance limitado ou têm sido de carácter voluntário**.¹⁰
- Finalmente, **a falta de metodologias apropriadas dificulta a avaliação dos riscos climáticos** e a sua integração em modelos internos de risco. A análise de riscos requer a elaboração de cenários, a análise do impacto económico e a avaliação dos riscos financeiros em cada cenário. A avaliação dos riscos climáticos requer também um horizonte de previsão e de análise muito mais longo do que o padrão.¹¹ Da mesma forma, estimar o impacto que a alteração climática terá na economia em geral e no setor financeiro em particular é uma tarefa complexa, especialmente quando os dados históricos possuem uma capacidade de previsão baixa. Por exemplo, o risco de transição verde não tinha sido observado antes, o que dificulta a estimativa com as ferramentas atuais. Da mesma forma, não existem dados ou conhecimento científico suficientes para avaliar o impacto físico que pode ter um aumento da temperatura global, para além do que tem sido observado historicamente.¹² Finalmente, a análise de cenários é uma prática relativamente nova e complexa, e muitos dos cenários climáticos (como os desenvolvidos pelo IPCC)¹³ são concebidos para serem aplicados na formulação de políticas e na investigação científica, e não tanto na análise corporativa e financeira.

Em resumo, **a alteração climática é um desafio global** (tanto pelas suas causas como consequências), **que exige soluções globais e um elevado grau de coordenação** entre todos os agentes e setores económicos. Neste contexto, uma **transição precoce, gradual, organizada e justa para uma economia sem carbono** é essencial para reduzir o impacto potencial dos riscos climáticos na economia em geral e no setor financeiro em particular. Neste sentido, também é importante que o setor financeiro possua as ferramentas, metodologias e padrões necessários para poder avaliar e gerir adequadamente os riscos financeiros associados à alteração climática. Deste modo, o setor poderá contribuir efetivamente para impulsionar mudanças.

7. Bank of England (2015). Discurso de Mark Carney. *Breaking the tragedy of the horizon – climate change and financial stability*.

8. Por exemplo, um reconhecimento tardio da importância do controlo das emissões pode resultar numa implementação abrupta de restrições e regulamentos sobre o uso de fontes de energia intensivas em combustíveis fósseis (modo *catch up*).

9. Neste sentido, destaque positivo para o trabalho da Comissão Europeia em apoiar uma futura legislação sobre taxonomia sustentável a nível europeu.

10. Bank of England (2019). Discurso de Mark Carney. *TCFD: strengthening the foundations of sustainable finance*.

11. De forma geral, os quadros regulamentares financeiros costumam concentrar-se em riscos sobre a estabilidade financeira a 2-3 anos, razão pela qual não estão concebidos para capturar riscos não convencionais a longo prazo.

12. Ver também o artigo «O desafio climático: o futuro do planeta está em causa» neste mesmo Dossier.

13. Intergovernmental Panel on Climate Change.

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.cegeglobal.com

