

IM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2020

Zona Euro: — Taxa de juro natural ■ Crédito ao setor privado não financeiro (% do PIB)



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

O coronavírus contagia os mercados financeiros

ECONOMIA INTERNACIONAL

COVID-19, o novo risco em 2020

ECONOMIA PORTUGUESA

Portugal fechou 2019 com robustez, mas não é imune ao impacto do coronavírus

ECONOMIA ESPANHOLA

Espanha: ligeira moderação do crescimento, na expectativa do coronavírus

DOSSIER: O CICLO FINANCEIRO E A ERA DAS TAXAS DE JURO BAIXAS

O ciclo financeiro: uma ferramenta essencial para entender a economia

A queda secular das taxas de juro: uma dinâmica global

O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?

A política monetária deve reagir ao ciclo financeiro? Algumas reflexões e respostas possíveis

A incerteza causada pela taxa de juro natural

INFORMAÇÃO MENSAL

Março 2020

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:

29 de fevereiro de 2020

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O custo das taxas de juro negativas: o caso do Riksbank*

11 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *O impacto económico do temido coronavírus: devemos preocupar-nos?*

16 *A «segunda década perdida» da América Latina?*

18 *Rumo à reforma das regras fiscais europeias?*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Consumo: como evoluiu e o que esperar no futuro em Portugal?*

25 ECONOMIA ESPANHOLA

28 DOSSIER: O CICLO FINANCEIRO E A ERA DAS TAXAS DE JURO BAIXAS

28 *O ciclo financeiro: uma ferramenta essencial para entender a economia*

30 *A queda secular das taxas de juro: uma dinâmica global*

31 *O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?*

33 *A política monetária deve reagir ao ciclo financeiro? Algumas reflexões e respostas possíveis*

35 *A incerteza causada pela taxa de juro natural*

Cisne negro com coroa

Existem acontecimentos que dificilmente podem ser previstos, mas que quando ocorrem possuem um enorme impacto. São os denominados cisnes negros. No início deste ano, o inesperado ataque dos EUA ao Irão poderia ter sido um, mas felizmente as tensões duraram poucos dias e o conflito não aumentou. Mal suspeitávamos que, de facto, o cisne negro já estava a atuar livremente na província chinesa de Hubei, cuja capital é Wuhan, na forma de um vírus com coroa.

Precisamente, o atraso na deteção do surto de coronavírus em Wuhan contribuiu para a sua rápida propagação por toda a província. Imagens de hospitais colapsados, retirada de cadáveres, fábricas paralisadas e ruas vazias causaram um forte impacto emocional e também contribuíram para alimentar o alarmismo aquando do aparecimento de surtos do vírus noutros países.

No entanto, perante as emoções é importante contrastar alguns dados. Em Hubei, província de quase 60 milhões de habitantes no epicentro da crise, a percentagem de habitantes infetados com o coronavírus até final de fevereiro era de 0,1% (1 em 1.000) e há vários dias que o número de contágios desceu significativamente. Para o conjunto da China, a taxa de afetados é muito menor: 0,01% (menos de 1 pessoa em cada 10.000). Mesmo se multiplicássemos por dois estes números, porque nem todos os casos são detetados, estaríamos a enfrentar taxas de infeção que certamente são bastante inferiores às que a grande maioria das pessoas acha.

No respeitante à agressividade do vírus, as estimativas mais recentes – publicadas no final de fevereiro pelo prestigioso *New England Journal of Medicine* – sugerem um rácio de letalidade de cerca de 1% (as estimativas anteriores situavam-no em torno de 2%). É um número elevado se o compararmos com o da gripe normal (0,1%), mas inferior ao do SARS (10%), MERS (33%) ou da gripe das aves (60%). Também é importante sublinhar que a mortalidade concentra-se especialmente em pessoas idosas ou afetadas por doenças crónicas. Para a grande maioria, o COVID-19 manifesta-se com uma sintomatologia semelhante à da gripe.

A situação, séria, merece uma resposta que evite complacências mas também alarmismos. A prioridade – conforme declararam as autoridades sanitárias europeias – é a contenção da epidemia, sendo que neste sentido serão necessárias medidas diferentes, dependendo da situação. O objetivo visa garantir que os hospitais não fiquem colapsados e ganhem tempo para identificar medicamentos que possam combater o vírus, conceber uma vacina eficaz e esperar que – façamos figas – com a chegada da primavera, diminua a capacidade de propagação do vírus. O que aconteceu em Wuhan deve ser evitado a todo o custo: uma expansão descontrolada da epidemia que saturou hospitais, dificultou a gestão da crise e afetou o atendimento necessário aos pacientes mais graves. A demora na adoção de medidas fez com que no momento em que foram tomadas, as mesmas tivessem que ser draconianas.

Muito tem sido dito sobre o impacto económico do coronavírus, com analistas e agências a rever rapidamente as suas previsões. Certamente, a economia mundial crescerá menos do que o previsto, mas ainda é cedo para tentar efetuar estimativas exatas ou assertivas. Neste momento, o mais sensato é prever um intervalo que forçosamente deve ser amplo e que vai desde um custo de muito poucas décimas a um impacto mais substancial, de talvez até 1 p.p. Dependerá fundamentalmente do tempo necessário para conter a epidemia e do quão drásticas devem ser as medidas para o conseguir. Por outro lado, também será crucial bloquear os possíveis canais financeiros de contágio com medidas como injeções de liquidez e ajudas fiscais aos setores mais afetados (ajudas que, por exemplo, poderiam incidir sobre a manutenção do emprego). De qualquer forma, convém referir que estamos perante um choque temporário que deve durar alguns meses e após o qual, certamente, testemunharemos uma recuperação da atividade.

Teremos tempo para tirar ilações desta crise sanitária, mas por enquanto sugerimos duas. Primeiro, a necessidade de estarmos melhor preparados para o risco de um futuro vírus muito mais letal do que o COVID-19, que caso suceda, estejamos munidos de reservas estratégicas de material sanitário. E segundo, pensemos nos cisnes negros aquando do planeamento. Caso ocorra uma nova crise, que nos apanhe prevenidos com uma almofada de segurança e sem mais dívidas para além da conta.

Cronologia

FEVEREIRO 2020

- 5** O Senado dos EUA absolve o presidente Donald Trump das acusações pelas quais foi aberto um processo de *impeachment*.
- 24** A Itália deteta um aumento nos casos de coronavírus no país e começa uma semana de turbulência nos mercados financeiros com sessões nas quais são registadas as maiores perdas nas bolsas dos últimos anos.

DEZEMBRO 2019

- 5** A OPEP e os seus parceiros aumentam os cortes de produção até 1,7 milhões de barris diários até março de 2020.
- 13** Os EUA e a China anunciam um acordo comercial preliminar (o primeiro de uma negociação de três etapas).
- 20** Após as eleições antecipadas de 12 de dezembro, a Câmara dos Comuns do Reino Unido aprova o acordo de saída da UE.

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.

JANEIRO 2020

- 15** Os EUA e a *China* assinam um primeiro acordo comercial (a primeira fase de uma negociação de três etapas).
- 30** A Organização Mundial da Saúde declara uma emergência sanitária internacional devido ao surto de coronavírus com origem na China.
- 31** Formalizada a saída do Reino Unido da UE e começa um período de transição até 31 de dezembro de 2020.

NOVEMBRO 2019

- 10** Realizam-se as eleições legislativas em Espanha.

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.

Agenda

MARÇO 2020

- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 11** Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 12** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 13** Portugal: *rating* S&P.
- 16** Portugal: atividade turística (janeiro).
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 17-18** Comité Monetário da Fed.
- 20** Espanha: *ratings* Moody's e S&P.
- 23** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
- 25** Espanha: balança de pagamentos (4T).
Espanha: posição de investimento internacional líquido (4T).
Portugal: execução orçamental do Estado (2019).
Portugal : taxa de poupança das famílias (4T).
- 26-27** Conselho Europeu.
- 30** Espanha: evolução do IPC (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31** Espanha: detalhe do PIB (4T).
Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).
Espanha: execução orçamental do Estado (dezembro, janeiro e fevereiro).

ABRIL 2020

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 2** Portugal: taxa de incumprimento (4T).
- 10** Portugal: IPC (março).
- 15** Espanha: contas financeiras (4T).
Portugal: atividade turística (fevereiro).
- 17** Portugal: indicadores coincidentes (fevereiro).
- 24** Espanha : créditos, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 25** Espanha: inquérito à população ativa (1T).
- 28-29** Comité Monetário da Fed.
- 29** Portugal: emprego e desemprego (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
EUA: PIB (1T).
- 30** Espanha: evolução do PIB (1T).
Espanha: evolução do IPC (abril).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Portugal: evolução do IPC (abril).
Zona Euro: PIB (1T).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.

O COVID-19 contagia temporariamente a macroeconomia e o setor financeiro

O contágio do COVID-19 pelos cinco continentes e o elevado grau de incerteza sobre as suas implicações económicas já tiveram um reflexo claro em termos financeiros, com um forte aumento da volatilidade. Os dados sobre a atividade económica ainda são escassos, mas tudo indica que o impacto do coronavírus, apesar de ser provavelmente temporário, não é de desprezar.

Os mercados financeiros experimentaram um episódio de forte aversão ao risco, com um movimento de fluxos de capital para ativos de refúgio como o dólar, a dívida soberana dos EUA e da Alemanha, e um castigo severo sobre os ativos mais ligados ao ciclo económico, como as bolsas de valores. O preço do barril de Brent caiu mais de 10% no conjunto do mês, também afetado pela redução das previsões de procura de petróleo elaboradas pela OPEP. No mercado de moedas, a aversão ao risco e a incerteza sobre o desempenho da atividade nas economias emergentes aceleraram a desvalorização das suas moedas, intimamente ligada à evolução das suas exportações de matérias-primas.

Com este cenário, as atenções voltaram-se rapidamente para os bancos centrais que, como é habitual neste tipo de situações, são as instituições que reagem mais rapidamente. Assim, numa reunião extraordinária, a Fed reduziu a taxa de juro de referência em 50 p. b. e sugeriu que é muito provável voltar a reduzi-la nos próximos meses. A taxa de juro dos *treasuries* caiu para valores mínimos históricos. Além disso, a curva soberana voltou a reverter e a taxa de juro a 10 anos ficou claramente abaixo da taxa de juro a três meses, um facto que tradicionalmente sempre antecipou a entrada dos EUA em recessão no ano seguinte. Por outro lado, as cotações financeiras também antecipam que o BCE fará alguns ajustes na sua política monetária, embora de menor importância, dado que a margem que possui é muito mais limitada. De facto, é provável que concentre o apoio maior em aplicar medidas que garantam uma liquidez ainda mais abundante, com o objetivo de evitar que o coronavírus possa afetar aquelas empresas solventes que devido a perturbações na cadeia produtiva ou a uma queda temporária da procura, apresentem problemas de liquidez.

No domínio macroeconómico, os dados disponíveis ainda são limitados, mas a recuperação económica que recentemente estava a começar a emergir ficou temporariamente posta em causa. Os indicadores de atividade global de janeiro mostraram uma certa aceleração da economia global, mas foram completamente ofuscados pela correção histórica que os indicadores de atividades chineses sofreram em

fevereiro. Assim, por exemplo, os índices PMI dos serviços e das indústrias caíram para valores mínimos e sugerem uma contração da economia no primeiro trimestre.

Nas economias avançadas, os dados disponíveis ainda não refletem o impacto do COVID-19, dado que o contágio ocorreu mais recentemente e está a ser menos grave do que na China. De facto, o PIB dos EUA lembra-nos que a economia norte-americana apresentava uma clara robustez no final de 2019, pois fechou o 4T com um avanço de 2,3% em termos homólogos, apesar das medidas protecionistas e das tensões comerciais com a China. Por outro lado, a Zona Euro terminou 2019 com um ritmo evolutivo muito modesto, situando-a numa posição de relativa vulnerabilidade em vésperas do impacto previsível do COVID-19 no primeiro semestre de 2020. Especificamente, a região cresceu 0,1% em cadeia no 4T 2019, deixando a totalidade do ano nuns modestos 1,2%.

Neste contexto, a evolução das economias espanhola e portuguesa continua a ser relativamente favorável. Ambas fecharam no ano passado com um ritmo de crescimento claramente superior ao da maior parte dos países europeus, embora também seja de esperar que nos próximos meses as duas economias sejam afetadas pelo aumento da incerteza e pela desaceleração da economia mundial. Além disso, nos dois países o setor do turismo – um dos mais afetados pela situação provocada pelo COVID-19 – possui um peso elevado nas suas economias. Este setor sofrerá, embora também seja verdade que dentro deste contexto ambos os países possam ganhar novamente uma maior atratividade face a destinos alternativos como a Turquia ou o Egito, situação que poderá ajudar a atenuar o impacto.

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	1,25	1,25
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,91	1,95	2,22
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	2,10	2,68
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	1,60	2,11
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	1,90	2,36
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,46	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,45	-0,43	-0,41
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,36
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,34	-0,33	-0,25
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,26	-0,25	-0,13
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,63	-0,55	-0,35
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,27	0,00	0,30
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,36	0,14	0,55
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	-0,09	0,32	0,76
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,70	1,00
Prémio de risco	11	184	110	117	71	70	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,34	0,31	0,85
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	-0,12	0,55	1,01
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	0,75	1,05
Prémio de risco	19	362	149	147	67	75	75
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,31	1,18	1,14	1,11	1,11	1,15
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,40	117,66	121,90
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,83	0,82
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,75	0,71
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	55,4	54,8

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	3,0	3,4
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,5	2,2	1,7	1,4	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	1,8	1,8
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	1,0	1,3
Alemanha	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	0,6	1,3
França	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	1,0	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	0,3	0,6
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	1,7	1,6
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	1,5	1,5
Japão	1,5	0,4	2,2	0,3	0,8	0,3	0,9
Reino Unido	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	1,2	1,4
Países emergentes	6,6	5,1	4,8	4,5	3,8	4,2	4,5
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,1	5,5	5,7
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	5,3	5,9	6,5
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,7	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	1,8	2,0
México	2,4	2,1	2,1	2,1	-0,1	1,0	2,0
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	2,3	2,6	2,7
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,5	1,3	1,8	1,8
Turquia	5,4	4,8	7,4	2,8	0,9	2,1	2,6
Polónia	4,0	3,2	4,9	5,2	4,1	2,9	2,4
África do Sul	4,4	1,8	1,4	0,8	0,2	0,8	1,0
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,7	3,4
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,3	1,5	1,6
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,1	1,8
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,2	1,2	1,4
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,3	1,5
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,4	1,4
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	0,9	1,2
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	0,7	1,0
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,9	1,5
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	0,9	0,8
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,8	1,7
Países emergentes	6,8	5,8	4,3	4,8	5,3	5,1	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,9	3,1	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	5,8	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	3,3	3,4
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,8	3,9
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	3,5	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	12,3	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	4,1	5,2	5,0

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

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	1,1	1,3	1,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	1,0	1,9	2,2	2,0	1,7
Formação bruta de capital fixo	5,6	-3,8	5,9	5,3	1,9	0,8	2,3
Bens de equipamento	5,0	-1,5	8,5	5,7	2,7	1,2	2,4
Construção	5,7	-6,5	5,9	6,6	0,9	-1,2	2,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,0	2,6	1,5	1,4	1,5
Exportação de bens e serviços	4,8	2,8	5,6	2,2	2,3	2,6	2,4
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	6,6	3,3	1,2	2,4	2,6
Produto interno bruto	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	1,5	1,5
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,3	1,6	1,2
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	13,6	13,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,9	1,5
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	0,7	1,2	2,4	2,7	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	1,9	1,5	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	2,0	1,7	1,6
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-7,1	-3,0	-2,5	-2,3	-2,0	-1,6

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

Previsões

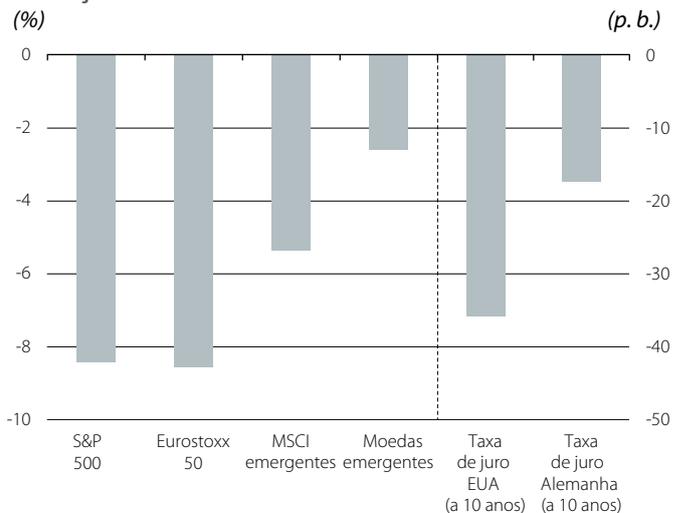
O coronavírus contagia os mercados financeiros

O coronavírus espalha-se pelos mercados financeiros. Tal como aconteceu no período final de janeiro, o coronavírus ganhou destaque no fluxo dos mercados financeiros e adicionou fortes doses de cautela no ânimo dos investidores. O seu contágio silencioso nos cinco continentes e o elevado grau de incerteza sobre as suas implicações económicas no mundo inteiro tornaram-se na principal fonte de volatilidade e risco nos mercados financeiros. Os fluxos de capital para ativos de refúgio, como o dólar, a dívida soberana dos EUA e da Alemanha e o ouro intensificaram-se nas últimas sessões do mês e foram uma punição severa para os ativos mais ligados ao ciclo económico, como as bolsas, as moedas emergentes e as matérias-primas. Paralelamente ao alerta sanitário, os resultados empresariais e os dados económicos começaram a mostrar os primeiros sinais de debilidade, principalmente na China, e ofuscaram a modesta melhoria da atividade empresarial e a confiança que os indicadores das economias avançadas ainda refletiam. Neste contexto, as atenções voltaram-se para o apoio dos bancos centrais. Na China, o banco central adotou diferentes medidas acomodáticas para atenuar os efeitos económicos da crise sanitária, enquanto a Fed cortou a sua taxa de juro objetivo em 50 p.b. e o BCE irá certamente anunciar medidas na reunião de março.

A incerteza sobre a procura afeta o preço das matérias-primas. O receio dos investidores de um abrandamento da procura (a China é o principal importador mundial de petróleo e consome 50% do total de metais industriais) provocou uma descida generalizada do preço das matérias-primas. Por um lado, o preço do barril de Brent caiu mais de 10% no conjunto do mês, impulsionado também pela redução das previsões de procura de petróleo elaboradas pela OPEP para o 1T 2020. Por outro lado, o preço dos metais industriais vinculados ao ciclo económico (entre os quais se destacam o cobre, o níquel e o zinco) caiu para níveis de há quatro anos atrás. No mercado cambial, a aversão ao risco e a incerteza sobre o desempenho da atividade nas economias emergentes aceleraram a desvalorização das suas moedas, intimamente ligada à evolução das suas exportações de matérias-primas, face às moedas consideradas ativo de refúgio (o dólar norte-americano, o franco suíço e o iene japonês).

Queda das taxas de juro soberanas. Devido à incerteza económica, os investidores refugiaram-se em ativos considerados seguros, efetuando um movimento conhecido como *flight to quality* (fuga para a qualidade). Como ocorreu em ocasiões anteriores, procuraram refúgio na dívida soberana dos EUA e da Alemanha, provocando uma descida acentuada nas taxas de juro a 10 anos, amplificada pela expectativa de um novo relaxamento da política monetária da Fed e do BCE. Nos EUA a taxa de juro dos *treasuries* caiu para níveis mínimos históricos. Além disso, a curva soberana reverteu novamente e a taxa de juro a 10 anos chegou a situar-se 17 p.b. abaixo da taxa de juro a

Variáveis financeiras selecionadas: variação em fevereiro de 2020



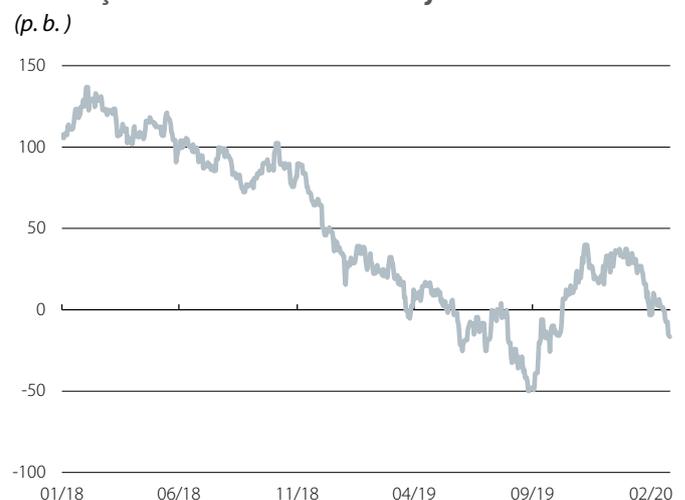
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preço do petróleo Brent e dos metais industriais



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

Inclinação da curva das taxas de juro: EUA



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

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

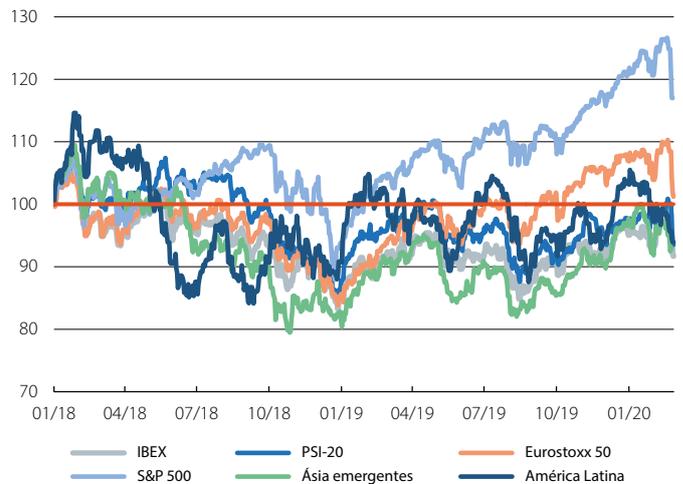
3 meses, um facto que tradicionalmente antecipava a entrada dos EUA em recessão entre 6 e 18 meses depois. Na Alemanha, as taxas de juro também caíram para os níveis mais baixos do ano e aproximaram-se dos valores mínimos históricos registados no verão passado. Por outro lado, os prémios de risco da periferia da Zona Euro foram envolvidos em fluxos para ativos de menor risco e fecharam o mês com expansões significativas após o aumento das infeções por vírus em Itália e Espanha.

As bolsas registam as piores quedas dos últimos anos. No contexto descrito, o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores significou um castigo severo para as bolsas de valores, que no início da crise sanitária amorteceram a incerteza com descidas moderadas. No entanto, em fevereiro, o maior avanço da epidemia foi acompanhado pelo aviso de importantes empresas de tecnologia sobre o efeito negativo do vírus nas suas cadeias de fornecimentos provenientes da China e, portanto, nos seus benefícios. Devido à deterioração do sentimento de investimento, os principais índices bolsistas nas economias avançadas sofreram fortes perdas (S&P 500 -8,4% e EuroStoxx 50 -8,6%). No caso da Europa, não era observada uma correção mensal desta dimensão desde 2011, enquanto no caso dos EUA é preciso voltar à queda de dezembro de 2018 (-9,2%) e, antes disso, à de maio de 2010. No entanto, as valorizações da bolsa continuam em níveis relativamente altos e, após as quedas de fevereiro, o S&P 500 e o Eurostoxx 50 encontram-se em níveis do passado mês de outubro e agosto, respetivamente.

Os mercados analisam o apoio que os bancos centrais podem oferecer. Na China, o banco central assumiu um papel ativo na tomada de decisões para enfrentar o impacto económico do coronavírus. Especificamente, cortou em 10 p.b. a taxa de juro da facilidade de depósito a médio prazo e as taxas de juro *repo*, efetuou diversas injeções de liquidez, com o objetivo de atenuar os efeitos negativos da paralisação da atividade no país. Por outro lado, nas economias avançadas os bancos centrais mostraram inicialmente receio em agir contra o coronavírus, reconhecendo o risco da epidemia, mas reafirmando que os indicadores de atividade continuavam favoráveis. No entanto, com a intensificação de novos casos de coronavírus fora da China e a forte turbulência que começou a abalar os mercados financeiros, no final do mês, a Fed, o BCE e os restantes bancos centrais avançados deram um passo em frente, dando a entender que em março anunciarão um novo relaxamento das suas políticas monetárias. De facto, no caso da Fed, a mesma já anunciou – com carácter de urgência – um corte nas taxas de juro de referência em 50 p.b., para o intervalo de 1,00-1,25% (no fecho do mês, as cotações financeiras refletiam a expectativa de um corte de 100 p.b. no conjunto do ano). Por sua vez, o BCE possui uma margem muito menor para reduzir ainda mais as taxas de juro (os mercados financeiros refletiam a expectativa de apenas um corte de 10 p.b.), mas poderia concentrar o apoio maior em aplicar medidas que garantam uma liquidez ainda mais abundante, com o objetivo de evitar que o coronavírus possa afetar aquelas empresas solventes que devido a perturbações na cadeia produtiva apresentem problemas de liquidez.

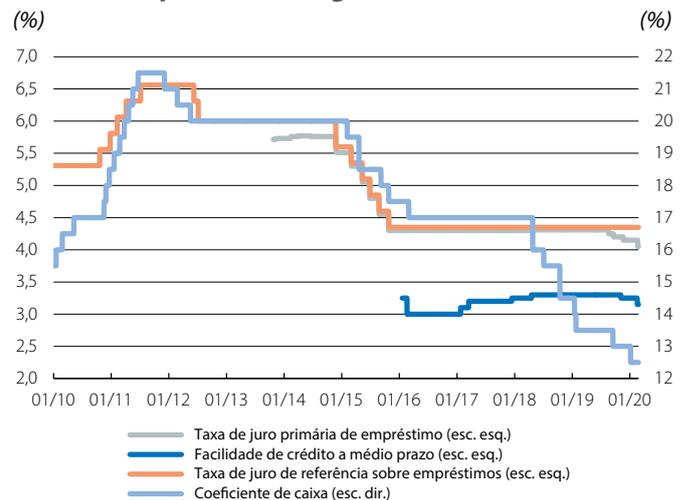
Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2018)



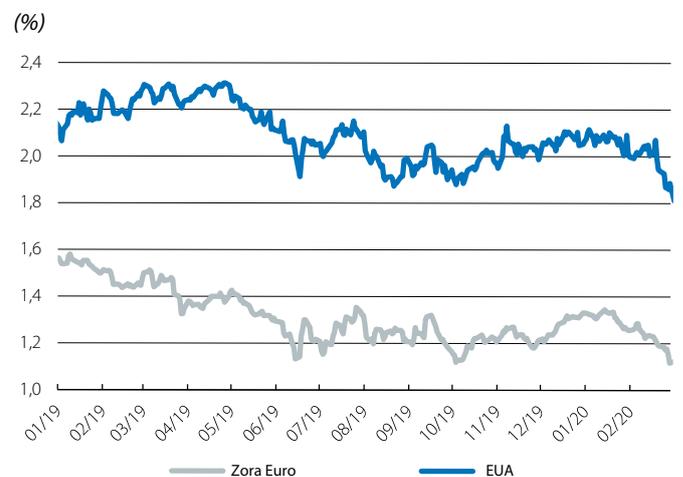
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais taxas de juro da China e o coeficiente de reservas para a banca grossista



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

Expectativas de inflação do mercado para a Zona Euro e EUA



Nota: Forward de inflação de 5 em 5 anos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

O custo das taxas de juro negativas: o caso do Riksbank

• A experiência do Riksbank fez sobressair as dúvidas sobre as taxas de juro negativas: apesar do agravamento das perspetivas económicas da Suécia, o banco aumentou a taxa de juro de $-0,25\%$ para 0% no passado mês de dezembro.

A entrada do BCE no campo de taxas de juro mais negativas coexiste com a questão de saber se esta política é eficaz. Partindo da teoria, não existem regras contrárias às taxas de juro (ligeiramente) negativas, que podem transmitir-se para a economia da mesma forma que as positivas¹. No entanto, a experiência do banco central sueco (Riksbank) ilustra que, na prática, existem dúvidas sobre a sua eficácia.

2019 na Suécia: o contexto económico deteriora-se... e o Riksbank aumenta as taxas de juro

A 19 de dezembro de 2019, o Riksbank aumentou a sua taxa de juro de $-0,25\%$ para 0% . Em parte, este aumento (e o que ocorreu em dezembro de 2018 de $-0,50\%$ para $-0,25\%$) foi uma reação que surgiu (voluntariamente) tarde: a saúde interna da economia sueca suportou os aumentos das taxas de juro em 2017 e 2018. Contudo, após um longo período com uma taxa de inflação baixa, o Riksbank optou por estender um pouco mais a política monetária acomodatória. No entanto, é significativo que o mesmo tenha aumentado a taxa de juro agora, num contexto de deterioração das perspetivas económicas (ver o primeiro gráfico)². Isto sugere que, pelo menos em parte, a decisão reflete dúvidas sobre a eficácia das taxas de juro negativas. De facto, numa amostra relativamente explícita destas dúvidas, alguns membros do Riksbank declararam que não consideravam recomendável permanecer em terreno negativo se a situação não o tornasse estritamente necessário³.

Dúvidas sobre as taxas de juro negativas

O Riksbank estava em terreno negativo desde 2015, e uma das razões reconhecidas para regressar aos 0% é precisamente o tempo: não é o mesmo operar com taxas de juro negativas durante um curto período do que prolongar este contexto durante muitos anos. Se, por exemplo, a compressão das margens dos juros persistir, a mesma poderá acabar por afetar as posições de capital do sistema financeiro, aumentar o custo do acesso ao crédito para as famílias e empresas e provocar um efeito de contração na economia.

Os bancos centrais que implementaram taxas de juro negativas argumentam que o efeito líquido das suas medidas tem sido positivo até agora. No entanto, alguns estudos documentam a existência de efeitos adversos nalguns segmentos da economia. No caso da Suécia, Eggertsson e co-autores⁴ detetam uma quebra na transmissão

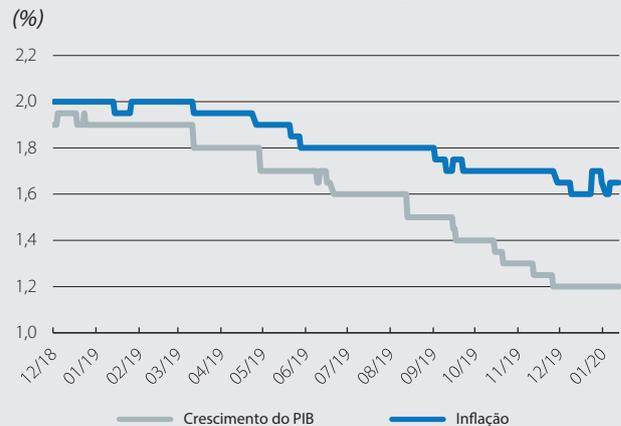
1. O dinheiro em numerário, que oferece uma taxa de juro de 0% , limita as taxas de juro negativas. Contudo, os riscos e custos de armazená-lo fisicamente permitem a implementação de taxas de juro ligeiramente negativas.

2. A deterioração foi generalizada a nível mundial, embora existam sinais de maturidade do ciclo idiossincrático da Suécia (como a desaceleração do mercado imobiliário ou o aumento do desemprego desde o início de 2018).

3. Nas palavras de Henry Ohlsson, «it is a good idea not to have negative interest rates unless it is quite necessary to have them» ou de Stefan Ingves, «a zero policy rate is a better vantage point than a negative policy rate».

4. Eggertsson, G. B. et al. (2019), «Negative nominal interest rates and the bank lending channel». Documento de trabalho 25416 do National Bureau of Economic Research.

Suécia: evolução das previsões para 2020



Nota: Previsões de acordo com o consenso da Bloomberg.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Suécia: taxas de juro antes e depois das taxas de juro negativas



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

da política monetária: quando o Riksbank entrou em terreno negativo, as taxas de juro dos depósitos deixaram de responder aos cortes do banco central (ver também o segundo gráfico), enquanto as taxas de juro dos empréstimos também perderam sensibilidade e, nalguns casos, até aumentaram⁵.

O banco central sueco foi pioneiro em sair do terreno negativo, mas isto não significa abandonar uma política monetária acomodatória. O Riksbank declara publicamente que espera manter as taxas de juro em níveis baixos durante um longo período. O aumento nas taxas de juro de dezembro não provocou tensões nas expectativas de mercado que também sugerem a continuidade de uma política monetária acomodatória nos próximos trimestres.

(Veja uma versão estendida deste artigo em bancobpi.pt)

5. O aumento no custo do crédito é mais provável quando as instituições dependem mais dos depósitos como fonte de financiamento.

Taxas de juro (%)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,42	-0,39	-3	-4,1	-11,4
Euribor 12 meses	-0,31	-0,28	-3	-6,2	-20,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,72	-0,60	-12	-8,5	-19,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,77	-0,67	-10	-16,8	-26,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,61	-0,43	-17	-42,2	-79,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,28	0,24	5	-18,6	-91,5
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,35	0,27	9	-8,9	-113,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,75	0	0,0	-75,0
Libor 3 meses	1,46	1,75	-29	-44,6	-113,6
Libor 12 meses	1,38	1,81	-43	-61,5	-149,8
Dívida pública a 1 ano	1,01	1,42	-41	-55,7	-153,5
Dívida pública a 2 anos	0,91	1,31	-40	-65,6	-164,0
Dívida pública a 10 anos	1,15	1,51	-36	-76,9	-160,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	64	46	18	20,2	1,7
Itraxx Financeiro Sénior	76	54	21	23,9	-0,2
Itraxx Financeiro Subordinado	157	115	42	43,5	1,7

Taxas de câmbio

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
EUR/USD (dólares por euro)	1,103	1,109	-0,6	-1,7	-3,0
EUR/JPY (ienes por euro)	118,990	120,170	-1,0	-2,3	-6,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,860	0,840	2,4	1,7	0,0
USD/JPY (ienes por dólar)	107,890	108,350	-0,4	-0,7	-3,6

Matérias-primas

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Índice CRB de matérias primas	395,1	404,2	-2,2	-1,6	-4,5
Brent (\$/barril)	50,5	58,2	-13,1	-23,5	-22,4
Ouro (\$/onça)	1.585,7	1.589,2	-0,2	4,5	22,6

Rendimento variável

	29-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
S&P 500 (EUA)	2.954,2	3.225,5	-8,4	-8,6	5,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.329,5	3.640,9	-8,6	-11,1	0,5
Ibex 35 (Espanha)	8.723,2	9.367,9	-6,9	-8,6	-5,9
PSI 20 (Portugal)	4.765,7	5.252,0	-9,3	-8,6	-9,0
Nikkei 225 (Japão)	21.143,0	23.205,2	-8,9	-10,6	-2,1
MSCI emergentes	1.005,5	1.062,3	-5,3	-9,8	-4,4

COVID-19, o novo risco em 2020

A recuperação da atividade económica no início de 2020, em jogo. Graças à redução da incerteza geopolítica, no período inicial do ano, os indicadores económicos confirmavam a continuidade da recuperação da atividade iniciada no final de 2019. Assim, por exemplo, o índice global de sentimento empresarial (PMI) para janeiro subiu para 52,2 pontos, uma clara melhoria em relação ao mínimo alcançado em outubro (50,9). No entanto, esta melhoria provavelmente ressentir-se-á do surto da emergência sanitária do COVID-19. O peso que esta epidemia pode exercer sobre a atividade no 1T 2020 não é de desprezar e, apesar de o impacto económico deste tipo de fenómeno ser geralmente temporário, a incerteza é elevada. A China fechou fábricas e instou os seus cidadãos a permanecerem nas suas próprias casas. Sem dúvida, isto terá um impacto na própria economia asiática, mas também afetará outras economias altamente integradas com o país, como é o caso do Japão. Além disso, a epidemia espalhou-se para outras regiões avançadas (como a Itália), de modo que a sua atividade não apenas ressentir-se-á indiretamente da crise económica que a China sofre, mas também sofrerá o peso económico direto do coronavírus. Neste sentido, no BPI Research reduzimos as nossas previsões de crescimento mundial para 2020 em 2 décimas, agora em 3,0%. Apesar de ser ainda um crescimento razoável, a evolução do COVID-19 pode provocar reduções adicionais nas previsões se a epidemia se intensificar.

Política monetária e fiscal, ferramentas de apoio à economia. O banco central da China começou a relaxar a sua política monetária e é possível que adote mais medidas para atenuar o impacto do COVID-19. De facto, a maior parte das economias emergentes tem vindo a descer as taxas de juro. Além disso, nas economias avançadas, a Fed anunciou um corte de 50 p.b. na taxa de juro, para o intervalo de 1,00%-1,25%, em resposta ao risco que o coronavírus representa. Por sua vez, o Executivo chinês está a elaborar medidas fiscais para apoiar a economia. O Japão, outra das economias possivelmente danificadas pelo coronavírus, anunciou um forte estímulo fiscal focalizado em medidas de despesa pública antes da emergência sanitária. Finalmente, a Zona Euro também manterá uma política fiscal ligeiramente expansiva nalgumas regiões, e os governos da Itália e da Alemanha já anunciaram medidas concretas.

Um início de ano novamente difícil para os fluxos comerciais. 2019 foi novamente um ano negativo para o comércio internacional. Embora longe do desastre de 2009, quando os fluxos comerciais de bens contraíram cerca de 13% (em termos reais), as primeiras estimativas sugerem uma ligeira queda dos fluxos no ano passado (-0,4%). A escalada protecionista dos EUA arrastou a tendência dos fluxos para terreno negativo. Em 2020, a primeira fase do acordo comercial alcançada entre os EUA e a China, uma atitude que parece menos beligerante por parte dos americanos em questões comerciais e a ligeira recuperação esperada da atividade industrial mundial fazia prever uma melhoria no comércio internacional. No entanto, o surto do coronavírus na China, ponto nevrálgico de uma das cadeias de valor globais mais importantes do mundo, tem o potencial de diminuir os fluxos comerciais na primeira metade de 2020.

Crescimento do PIB: previsões do BPI Research

Variação anual (%)

	2019	2020	
		Previsão em fevereiro	Previsão em março
Mundial	2,9	3,2	3,0
Países desenvolvidos	1,7	1,5	1,4
Estados Unidos	2,3	1,8	1,8
Zona Euro	1,2	1,1	1,0
Países emergentes	3,8	4,4	4,2
China	6,1	5,9	5,5

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

Comércio internacional de mercadorias (volume)

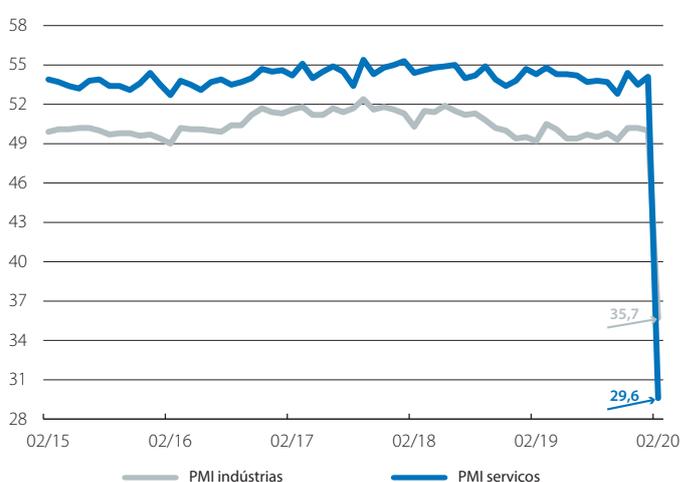
Crescimento homólogo (% , média móvel de 3 meses)



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

China: indicadores de atividade

Nível



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

EMERGENTES

China: a economia mais afetada pela desaceleração no início de 2020. Sendo a economia asiática o centro do surto da epidemia do coronavírus, é provável que estagne ou até contraia no 1T 2020. De facto, os indicadores de sentimento empresarial (PMI oficial) do mês de fevereiro indicam uma deterioração significativa da atividade económica (35,7 pontos nas indústrias e 29,6 pontos nos serviços, níveis mínimos históricos em ambos os casos). Neste sentido, e apesar da desaceleração económica causada pelas epidemias ser seguida por uma recuperação da atividade nos trimestres seguintes, a desaceleração económica que o país está a sofrer será suficiente para subtrair pelo menos 4 décimas ao crescimento anual que prevíamos no mês passado. Assim, a China dificilmente crescerá mais de 5,5% em 2020, após um crescimento de 6,1% em 2019. É uma desaceleração mais acentuada do que o esperado, mas é resultado de um elemento que estimamos ser de natureza temporária. Em 2021, o país deve retomar o caminho do crescimento anterior ao aparecimento do coronavírus, com números mais alinhados com a desaceleração gradual da economia devido à mudança no modelo produtivo que tem vindo a ser executada há vários anos (a caminho de uma maior terceirização).

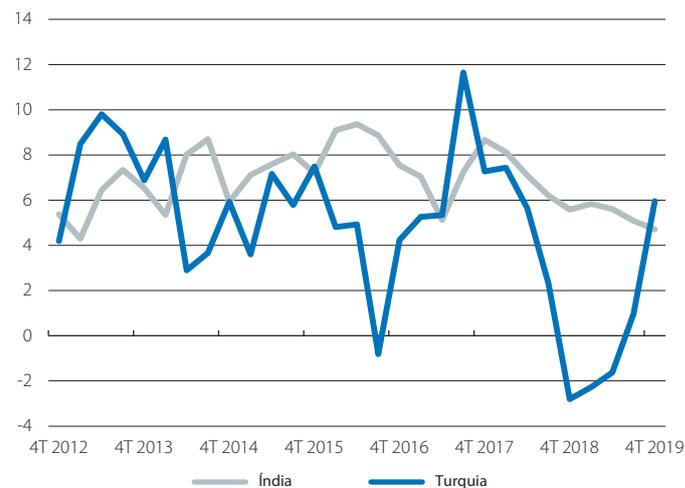
Turquia e Índia: duas faces da moeda do crescimento no período final de 2019. A economia turca cresceu 6,0% em termos homólogos no 4T 2019, em comparação com 1,0% no trimestre anterior, situando o crescimento anual em 0,9%. Apesar de este número estar claramente abaixo dos 2,8% de 2018, nos últimos trimestres a atividade recuperou consideravelmente. No entanto, existem dúvidas significativas em relação à sustentabilidade do crescimento futuro da Turquia, dado que permanecem tensões inflacionárias consideráveis e o endividamento das empresas permanece elevado, elementos de risco especialmente relevantes para as tensões financeiras globais causadas pelo COVID-19. Por sua vez, a Índia cresceu 4,7% no 4T 2019, em comparação com os 5,1% do trimestre anterior (os dados do 3T foram revistos em alta de 4,5% para 5,1%). A perda de dinamismo das exportações e a contração do investimento pelo segundo trimestre consecutivo desaceleraram o crescimento. Assim, a estrela emergente cresceu apenas 5,3% em 2019, os dados mais baixos desde 2012.

AVANÇADOS

Forte contração do PIB do Japão no período final de 2019, que situou a totalidade do ano em 0,8%. O PIB japonês caiu 1,6% em cadeia (-0,4% homólogo) no 4T 2019. Embora já fosse de esperar uma queda na atividade económica no último trimestre do ano como resultado do aumento do IVA levado a cabo em outubro e do efeito dos tufões que afetaram o país, a mesma foi muito superior à prevista. Além disso, estes dados negativos juntam-se aos mais que prováveis efeitos negativos do coronavírus nos primeiros meses do ano: é uma economia aberta, com laços comerciais estreitos com a China através da cadeia de valor global asiática (a China é o país de destino mais importante das exportações do Japão e origem das importações). Além disso, o Japão é um destino muito popular para os turistas chineses (são o principal país de origem do turismo internacional do Japão). Assim, após os péssimos dados do PIB e considerando os efeitos que o coronavírus pode ter na economia japonesa 1T 2020, reduzimos significativamente a previsão de crescimento anual para o país (cerca de 5 décimas, para 0,3% em 2020).

Índia e Turquia: PIB

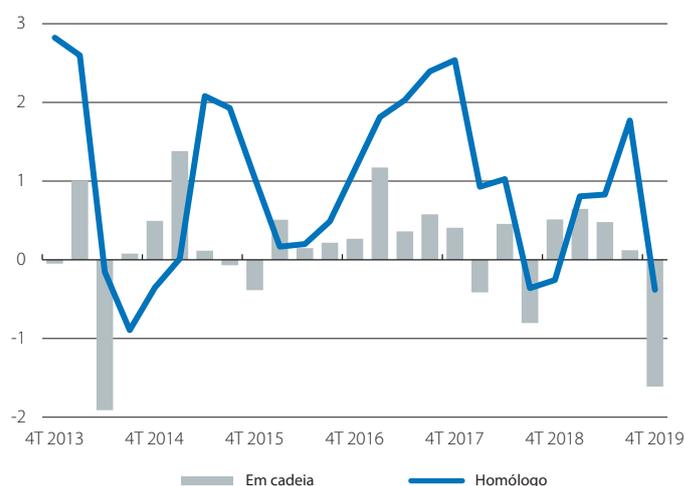
Variação homóloga (%)



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

Japão: PIB

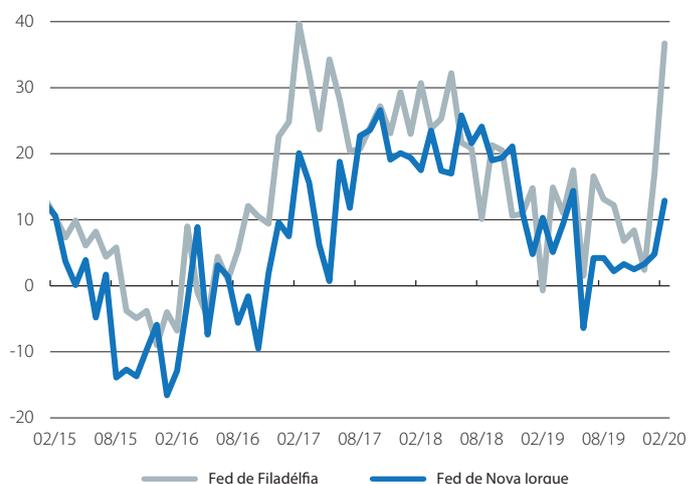
Variação (%)



Fonte: CaixaBank Research, a partir dos dados do Gabinete do Japão.

EUA índices industriais

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Fed de Filadélfia e da Fed de Nova Iorque.

Os EUA fecharam 2019 solidamente, mas o crescimento será menor em 2020.

A economia norte-americana cresceu robustamente 0,5% em cadeia no 4T 2019 (2,3% homólogo), fechando o ano com um crescimento anual de 2,3%. Trata-se de um crescimento significativo, apesar das medidas protecionistas e das tensões comerciais que manteve com a China. Em 2020, o crescimento descerá para níveis mais de acordo com o potencial do país (cerca de 1,8%). A longevidade do próprio ciclo e o desaparecimento do estímulo fiscal implementado no final de 2017 suportarão esta desaceleração gradual. Uma desaceleração que poderá ser mais acentuada nos primeiros meses de 2020 devido ao potencial impacto que o coronavírus pode ter na atividade económica, mas que não se deveria estender no tempo. Por agora, os indicadores de atividade mostram um panorama misto. Do lado positivo, os dados do mercado de trabalho ainda são muito fortes, com uma acentuada criação de emprego em janeiro (225.000 empregos). Na mesma linha, os índices das indústrias da Fed de Nova Iorque e de Filadélfia indicaram uma significativa recuperação da atividade em fevereiro nessas zonas do país. Pelo contrário, tanto o índice das indústrias da Fed de Richmond como o PMI composto elaborado pela Markit do mesmo mês caíram acentuadamente. Os últimos indicadores já refletem possivelmente a incerteza derivada do coronavírus.

O Reino Unido cresceu 1,4% em 2019, após a estagnação verificada no 4T 2019

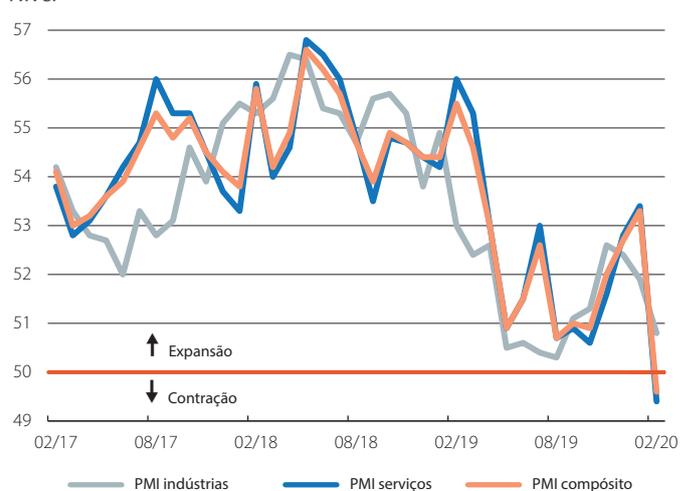
(1,1% em termos homólogos). A paralisação do consumo privado e a contração do investimento em relação ao trimestre anterior, afetados parcialmente pela incerteza em torno do *Brexit*, explicam o registo débil no final do ano passado. Para 2020, um espectro político um pouco mais desanuviado deve favorecer um maior dinamismo da atividade. Após a saída oficial do Reino Unido da UE a 31 de janeiro, teve início em fevereiro um período de transição que durará até ao fim do ano e durante o qual o Reino Unido permanecerá no mercado europeu comum e sujeito às regras da UE. Além disso, durante estes meses, serão negociados os termos da nova relação entre as duas regiões. Um processo que será complexo e que certamente exigirá mais tempo do que o estipulado.

Na Zona Euro, o ritmo de crescimento foi baixo no final de 2019 e as perspetivas para 2020 permanecem moderadas.

A região cresceu 0,1% em cadeia no 4T 2019, situando a totalidade do ano em 1,2%. Da mesma forma, os indicadores de atividade mais recentes sugerem que a zona manterá ritmos de crescimento positivos, mas moderados. Entre outros elementos, preocupa a debilidade da economia alemã, cujo crescimento foi de 0,0% em cadeia no 4T 2019 (0,6% no total do ano), pressionado pela queda no investimento em máquinas e bens de equipamento, mas também devido à estagnação do consumo privado. O comportamento do consumo é preocupante, pois tinha vindo a mostrar resiliência nos trimestres anteriores. Além disso, o país também sofrerá a perda de dinamismo dos fluxos comerciais globais prevista na primeira parte do ano. Finalmente, a epidemia do coronavírus que surgiu na Europa no final do mês irá ser, provavelmente, um novo travão à atividade. Neste contexto, apesar de termos reduzido as nossas previsões para o crescimento da Zona Euro em 2020 em apenas 1 décima, para 1,0%, uma intensificação do COVID-19 na Europa poderia resultar em novas reduções nos próximos meses.

EUA: indicadores de atividade

Nível

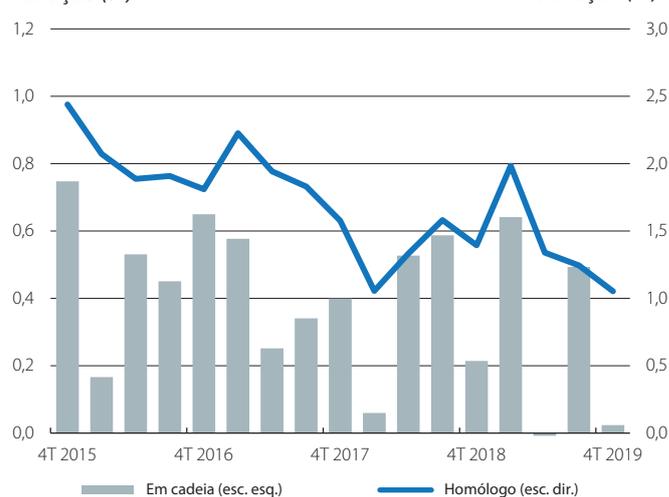


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da IHS Markit.

Reino Unido: PIB

Variação (%)

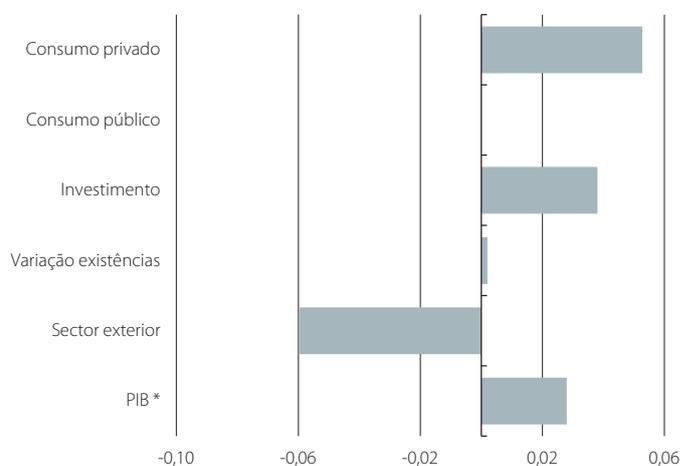
Variação (%)



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

Alemanha: componentes do PIB

Contribuição para o crescimento em cadeia no 4T 2019 (p.p.)



Nota: * Variação em cadeia (%).

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

O impacto económico do temido coronavírus: devemos preocupar-nos?

- Não existem dúvidas: o coronavírus terá um impacto negativo na economia chinesa e no resto do mundo em 2020.
- No entanto, nestes momentos é muito difícil dar uma estimativa precisa deste impacto. A incerteza é muito elevada e as estimativas colocam o impacto sobre o crescimento do PIB da China em 2020 entre -0,4 p.p. e 2,0 p.p., e sobre a economia mundial, entre 0,2 p.p. e 1,0 p.p.

No final de dezembro, as autoridades chinesas detetaram a existência de um novo coronavírus (denominado COVID-19) na cidade de Wuhan. Em janeiro, a Organização Mundial da Saúde (OMS) decretou uma emergência sanitária global e os mercados financeiros foram abalados pelo receio de um custo económico significativo. Até que ponto devemos preocupar-nos com o impacto económico do vírus?

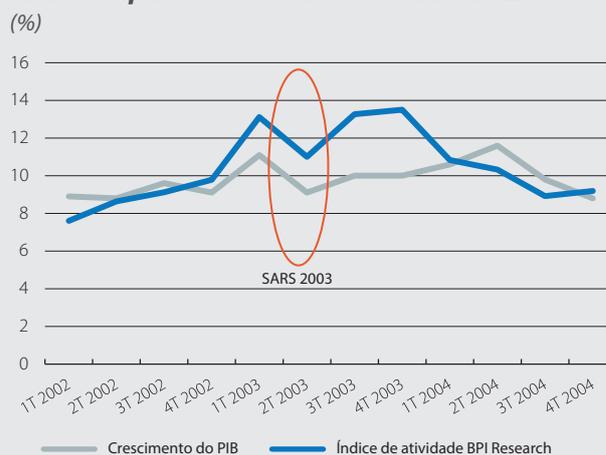
A economia do coronavírus

Por quais canais este impacto negativo sobre o crescimento na China e no mundo pode ocorrer? A começar pela China, devido aos efeitos do vírus e à incerteza que o acompanha, veremos uma redução significativa no consumo das famílias ligada ao receio ou às restrições impostas por algumas autoridades em termos de acesso a locais públicos (um padrão que já foi observado noutra epidemia em 2003, com queda no crescimento anual das vendas a retalho de 5,0 p. p. nos três meses com maior impacto). Paralelamente, a menor atividade económica associada às restrições à mobilidade e ao aumento do absentismo no trabalho são outros fatores que podem afetar a economia. De facto, já foram observadas ruturas deste tipo, com limitações ao turismo, prolongamento das férias de Ano Novo Chinês, fecho de lojas ou problemas de produção devido a falhas no abastecimento a fornecedores.

A nível internacional, o menor influxo de turistas chineses, a redução das exportações para o gigante asiático, perturbações nas cadeias de fornecimentos globais ou mesmo um grau de propagação do vírus além da China (os números que apresentaremos neste artigo assumem que a epidemia circunscreve-se principalmente à China) são os principais canais que poderiam explicar o preço que a economia mundial poderia pagar.

Antes de lançar números sobre estas interrupções, é importante destacar que neste momento é muito complicado fazer estimativas precisas sobre o impacto que o coronavírus terá na atividade económica global. Isto dependerá em grande medida da capacidade de controlar o vírus, que por sua vez depende da gestão da crise sanitária, da disponibilidade de vacinas, da possibilidade de mutações do vírus e da propagação da epidemia para outros países.

China: impacto económico do SARS em 2003



Fonte: BPI Research.

Quantificação do impacto económico

Para explicar o possível impacto, é útil comparar o episódio atual do coronavírus com o SARS (síndrome respiratório agudo e grave), um coronavírus com origem na China em 2003 que partilha algumas semelhanças com a situação atual. Este episódio anterior sugere que estes tipos de fenómenos podem ter um custo económico que não é desprezível, mas cujo impacto geralmente é contido no tempo e na geografia, e são seguidos por uma recuperação da atividade nos trimestres seguintes.

No entanto, apesar de ser uma comparação útil para ter uma referência, não é de forma alguma conclusiva: são doenças diferentes, e o estado e o peso da economia chinesa na economia mundial são muito diferentes do já longínquo 2003. De facto, o coronavírus atual é mais contagioso do que o SARS (no início de fevereiro o número de afetados pelo coronavírus já triplicava os afetados pelo SARS em 2003), sugerindo que poderá estender-se mais amplamente e levar as autoridades a restrições mais importantes. No entanto, possui uma taxa de mortalidade claramente mais baixa (cerca de 2% *versus* 10% do SARS). Além disso, devemos considerar que o SARS atingiu rapidamente o pico em termos de número diário de pessoas afetadas em abril de 2003 (a OMS tinha declarado a emergência global a 12 de março), mas a partir daí o seu ritmo evolutivo diminuiu e em julho deixou de ser uma ameaça.

Colocando o foco nos dados macroeconómicos, o impacto do SARS no PIB da China concentrou-se no 2T 2003, período em que o crescimento desacelerou 2,0 p. p. (passando de 11,1% no primeiro trimestre para 9,1%), desaceleração muito semelhante à registrada pelo nosso índice de atividade, que mede em tempo real a evolução da economia dos principais setores económicos. Contudo, no terceiro trimestre daquele ano a taxa de crescimento recuperou novamente, parcialmente impulsionada por programas de estímulo fiscal e monetário. Embora existam estimativas diferentes sobre o impacto do SARS para o crescimento do conjunto do ano, as dimensões tendem a ser de poucas décimas. De facto, o relatório do FMI do ano seguinte fez referência a um impacto insignificante, o que não é de surpreender para uma economia que acabou por registar um crescimento de 10% naquele ano.

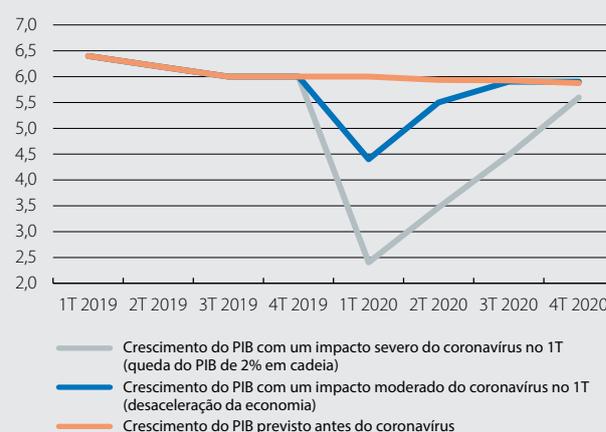
Se assumirmos que, tal como aconteceu com o SARS, o coronavírus alcançar o seu pico no 1T 2020 e começar a perder força a partir deste período, o custo em termos de crescimento do PIB para a economia chinesa andaria em torno de 0,4 p. p. caso ocorra uma desaceleração total da economia no primeiro trimestre (crescimento de 0% em relação ao trimestre anterior) e uma recuperação a partir do trimestre seguinte. Falar de uma desaceleração económica total pode parecer uma afirmação forte. No entanto poderá ser um cenário benigno se considerarmos a importância deste shock. De facto, a escalada das restrições estabelecidas para conter o vírus leva-nos a pensar que a atividade económica no 1T poderá contrair. Assim, outro cenário mais severo que parece ser plausível é que a economia chinesa não só parará, como cairá em comparação com o 4T 2019. Neste caso, o crescimento da China poderia situar-se em torno de 4,0% em 2020. Isto representa um crescimento negativo de 2,0% em cadeia no 1T e uma recuperação a partir do trimestre seguinte. De qualquer forma, o crescimento médio que observaremos em 2020 será amplamente afetado pela dimensão negativa dos dados do 1T.

Além do impacto na China, qual seria o impacto na economia mundial? O coronavírus afetará negativamente a economia mundial devido ao impacto direto nos custos na China, ao impacto indireto derivado da redução dos fluxos comerciais, do turismo e da confiança e ao impacto direto nas economias fora da China, caso o vírus se estenda. Se usarmos as nossas estimativas em relação ao efeito de uma desaceleração chinesa no resto do mundo¹, o impacto negativo sobre o crescimento global se a China desacelerar 0,4 p.p. seria de cerca de 0,2 p.p., com um efeito variável, dependendo do grau de integração de cada economia com a economia chinesa. Por outro lado, se a China desacelerar 2,0 p.p., o crescimento da economia mundial poderia diminuir cerca de 1,0 p.p.

1. Ver o Focus «China: na prosperidade e na adversidade», na IM06/2018 para mais informações.

China: possível impacto do coronavírus

Varição homóloga (%)



Fonte: CaixaBank Research.

Não podemos terminar o artigo sem insistir no facto de que a incerteza sobre o impacto do coronavírus é muito elevada. A nível global, as repercussões devem ser ligeiramente maiores do que em 2003, dado que a China é uma economia muito mais integrada na economia mundial (atualmente representa 17% do PIB global em comparação com 4% em 2003). Internamente, a economia chinesa também possui uma estrutura de produção muito diferente da de 2003: o peso do consumo privado é atualmente menor (39% do PIB em comparação com 43% em 2003), o qual aliado ao aumento do comércio *online* pode atenuar até certo ponto o impacto negativo do COVID-19. No entanto, a mensagem deste artigo é clara: o coronavírus é um importante foco de risco que terá impacto nos dados de crescimento deste ano. Portanto, é um fenómeno que deve ser seguido de perto, e não apenas do ponto de vista das ciências médicas.

A «segunda década perdida» da América Latina?

- A América Latina está a caminho da pior etapa de crescimento desde a «década perdida» de 1980.
- Os problemas não são apenas conjunturais: no passado o continente beneficiou de uma combinação de reformas e dinamismo demográfico com poucas probabilidades de continuidade.
- A desaceleração abrupta do crescimento, juntamente com a combinação letal de elevada desigualdade e a percepção de falta de oportunidades, são fatores subjacentes à instabilidade social.

Em 2019, o crescimento da América Latina será de 0,1%, o pior entre as principais regiões emergentes. Além disso, não se trata apenas um mau ano pontual: a média da década 2009-2019 é a pior desde a desastrosa «década perdida» de 1980-1990. Se a isto somarmos que em 2019 a região foi afetada por graves distúrbios sociais e políticos, aumentam ainda mais as dúvidas sobre a América Latina. Nesta situação, surgem três grandes questões: quais são as causas deste mau desempenho económico? como se explica o recrudescimento da instabilidade social e política? quais são as perspectivas a curto e longo prazo para a região?

As causas do baixo crescimento na América Latina

A América Latina está a sofrer uma queda no crescimento devido à combinação de três fatores: uma evolução no preço das matérias-primas que afetou uma região muito dependente destas exportações, o impacto do *choque* de incerteza em termos de comércio internacional e os efeitos sobre a confiança da instabilidade política e social. Sem dúvidas que estas três explicações têm o seu peso, mas talvez não tanto como poderíamos imaginar.

Por exemplo, com base na relação histórica entre os preços das matérias-primas e o crescimento regional, a América Latina deveria ter crescido 1,6% em 2019, e não os 0,1% estimados. Também não é tão evidente que, fora países muito específicos como o México, o *choque* da incerteza tenha sido, até agora, tão negativo. Além disso, a agitação social e as flutuações políticas que obscureceram o sentimento sobre a região, uma vez que ocorreram principalmente no período final de 2019, parecem ser mais um fator agravante do que uma explicação de fundo.

De facto, se for adotada uma visão de prazo mais alargado, 2019 culmina uma série de maus exercícios que produziram o que já se designa como (possível) «segunda década perdida». Esta perspetiva estrutural mostra o padrão de crescimento tão diferente que a região seguiu. Especificamente, no período de 2000 a 2015, o crescimento da produtividade do trabalho na América Latina foi de 0,6% anual, enquanto na Europa emergente e na Ásia Central foi de 3,2% e no resto da Ásia de 6,1%¹.

A maior parte do problema na América Latina surge agora de forma mais evidente: o continente viveu anos de prosperidade no passado, não só porque as matérias-primas

1. Ver McKinsey Global Institute (2017). «Where will Latin America's growth come from». Discussion Paper, abril.

América Latina: crescimento do PIB

Média móvel de 10 anos (%)



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

estavam num ciclo de expansão, mas também porque a demografia apoiava fortemente o crescimento. Se a isto somarmos o facto de que nos anos noventa ocorreram importantes reformas estruturais (independência dos bancos centrais, regras fiscais exigentes respeitadas, liberalização e abertura comercial, etc.) que contribuíram decisivamente para melhorar a credibilidade macroeconómica da região (e de forma particular para manter as expectativas de inflação) e ancorá-las ao comércio mundial, parece bastante evidente que desde meados da década de 2000 que se viveu dos esforços do passado.

Instabilidade social e política

O despoletar dos conflitos sociais afetou o Chile, a Colômbia, a Bolívia, o Peru e o Equador. É tentador tratar cada caso como próprio, mas apesar de não se poder negar a existência de elementos idiossincráticos, não podemos esconder que um fator de base abrange todos estes surtos sociais e políticos: a falta de oportunidades para um crescimento insuficientemente inclusivo.

Como sabemos, a América Latina concentra alguns dos países mais desiguais do mundo. De acordo com o Banco Mundial, entre os 20 países com um Coeficiente de Gini mais elevado, 12 são latino-americanos. Muito menos conhecido é que a desigualdade tem vindo a diminuir nas últimas décadas, embora certamente a um ritmo mais lento. Sendo assim, porque é que está acontecer este episódio de instabilidade? O fator determinante para estes

acontecimentos é a desaceleração abrupta do crescimento: a desigualdade foi tolerada no passado porque o bem-estar gerado na América Latina, com um crescimento de 3% ou 4%, atingia grandes segmentos da sociedade. Ao dar-se um bloqueio neste mecanismo, surge uma percepção generalizada de injustiça social: além da desigualdade nos rendimentos, emerge a percepção de que é inaceitável a desigualdade de oportunidades.

Num Dossier anterior², foi analisado o tema da desigualdade de oportunidades e constatou-se que as sociedades podem tolerar um grau relativamente alto de desigualdade, enquanto considerem que esta situação se trata de uma disparidade na distribuição de talentos. O que cria uma percepção de injustiça é que esta desigualdade esteja ligada a fatores como a família de origem ou outros não relacionados a talentos e competências. Parece evidente que esta percepção está latente durante fases de prosperidade, mas é potenciada em etapas de menor bem-estar, como a atual. Da mesma forma, as evidências empíricas mencionadas no referido Dossier detetaram vários países da América Latina entre aqueles que apresentavam maior desigualdade de oportunidades.

No entanto, a viragem para um modelo de crescimento mais inclusivo não é simples, principalmente se for efetuada num contexto de pouco dinamismo económico. Assim, o problema político-social provavelmente permanecerá presente nos próximos tempos, embora não necessariamente de forma contínua.

Perspetivas de crescimento

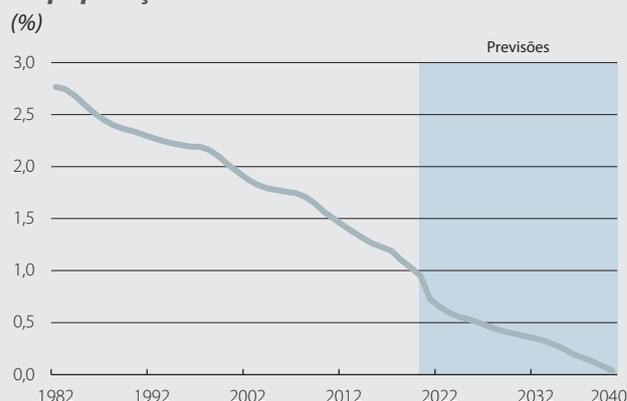
A curto prazo, as previsões de crescimento sugerem uma recuperação tranquila: se em 2019 praticamente não houve crescimento, em 2020 o crescimento do PIB poderá ser um modesto mas mais positivo 1,6%. No entanto, ao ser moderado, este crescimento está sujeito a riscos significativos. Os mais significativos são a evolução da guerra comercial entre os EUA e os seus sócios comerciais e o impacto do coronavírus.

O acordo comercial entre os EUA e a China ajudará a reduzir a incerteza global, o que beneficiará a América Latina, mas também acarretará elementos negativos. Especificamente, o acordo prevê que a China aumente em 2020 as compras de soja nos EUA por um valor que poderia ser 66% mais elevado do que o de 2019³. Ao ser um aumento muito significativo e que ocorre num setor de procura relativamente rígida, é razoável pensar que em 2020, a China substituirá a soja de outros países produtores pela dos EUA. O Brasil, que fornece 54% da soja chinesa importada, pode ser um dos outros produtores mais afetados: a redução das exportações para a China pode afetar o cres-

2. Consulte o artigo «Iguuldade de oportunidades: nivelar o campo de jogo para todos» no Dossier da IM03/2018.

3. O acordo comercial não especifica o volume preciso da soja que a China deve comprar, mas sim o total de produtos agrícolas. Para estimá-lo, é assumido que o seu peso no total de produtos agrícolas sujeitos ao acordo mantém-se em 52%.

América Latina: crescimento anual da população em idade ativa *



Nota: * Soma da população em idade ativa do Brasil, México, Colômbia, Argentina e Chile.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Oxford Economics.

cimento de 2020 em 0,4 p.p. (o impacto na América Latina seria de uma décima)⁴.

Um segundo risco deriva dos efeitos do coronavírus na China e, conseqüentemente, na economia mundial. De acordo com os cálculos do BPI Research, a epidemia pode afetar negativamente o crescimento da China em 2020 entre 0,4 p.p. e 2,0 p.p., o que se traduziria entre -0,2 p.p. e -1,0 p.p. na América Latina⁵.

No entanto, o verdadeiro desafio são as perspetivas a longo prazo. A demografia tem sido o fator essencial para explicar grande parte do crescimento da América Latina nas últimas décadas, enquanto o elemento debilitador era a evolução muito baixa da produtividade. Para a próxima década, as perspetivas de ambas as frentes não são muito promissoras. A demografia latino-americana está a entrar numa etapa de menor dinamismo: se entre 2009 e 2019 o aumento da população em idade ativa para os cinco países de referência da região for de 1,3% anual, nos próximos 10 anos será de 0,6%.

Também é difícil ser otimista em matéria de produtividade. O seu entrave mais prevalente é o grau elevado de economia informal, que nalguns países pode atingir metade da população empregada e que não incentiva as empresas e trabalhadores a apostar na melhoria do capital humano e no investimento em intangíveis.

A conclusão da análise não é animadora. Contudo, se a etapa anterior de crescimento positivo foi herdeira do impulso da desastrosa «década perdida» de 1980, espere-mos que a atual «segunda década perdida» ajude a semear estímulos que no futuro possam colher frutos de prosperidade para uma região que merece viver melhor.

4. O impacto pode ser menor, pois existem dúvidas sobre a capacidade de executar o acordo por ambas as partes: o aumento da produção de soja nos EUA é exigente e a capacidade efetiva de compra da China pode ser menor dentro de um contexto de queda no consumo de soja que implica a redução dos seus efetivos suínos.

5. Ver o Focus «O impacto económico do temido coronavírus: devemos preocupar-nos?» nesta edição da *Informação Mensal*.

Rumo à reforma das regras fiscais europeias?

- A Comissão Europeia iniciou uma avaliação do quadro fiscal da UE, com o objetivo de propor alterações nas regras orçamentais no final de 2020.
- A necessidade de reformar as regras orçamentais responde a uma certa insatisfação com a forma como foram aplicadas desde a crise e às mudanças que a Europa terá que enfrentar (alteração climática, envelhecimento, desigualdade e era digital).

Em fevereiro, a Comissão Europeia iniciou oficialmente uma avaliação do quadro fiscal da UE. Além da necessidade (por lei) de avaliá-las de cinco em cinco anos, existem duas razões principais para rever as atuais regras fiscais europeias¹: um certo descontentamento em relação à forma como foram aplicadas desde a crise e a necessidade de as adaptar aos novos desafios impostos pela Comissão Europeia. Assim, a nova Comissão pretende tornar a Europa no primeiro continente «climaticamente neutro»², adaptá-lo à era digital, reduzir as desigualdades e atenuar os efeitos do envelhecimento. Estes desafios serão difíceis de superar sem investimentos públicos significativos (entre outras razões, devido à boa natureza pública de alguns dos investimentos necessários: transporte sustentável, reforma de edifícios públicos visando uma maior eficiência energética, etc.) que por agora, não são viáveis ao abrigo das presentes regras orçamentais.

A revisão do quadro fiscal europeu começou com uma avaliação das regras por parte da Comissão, que avalia a sua eficácia nos últimos anos. Após a publicação desta avaliação, que descrevemos a seguir, a Comissão iniciará um período de debate com as denominadas *stakeholders* (parlamentos e governos nacionais, bancos centrais, académicos, autoridades fiscais, público etc.), no final do qual serão apresentadas propostas para mudar o quadro fiscal.

O que concluiu a avaliação da Comissão Europeia?

Na sua avaliação, a Comissão destacou os pontos fortes e fracos do quadro fiscal europeu, que já foi reformado em 2011 e 2013 no âmbito das reformas Six Pack e Two Pack³.

De acordo com a Comissão, as regras orçamentais têm sido eficazes na redução de défices excessivos. Após a crise económica e financeira, 24 Estados-membros estavam em procedimento de défice excessivo (um procedimento para que os países com défice superior a 3% do PIB o pudessem reduzir), enquanto em 2020 nenhum país apresenta défice excessivo (Portugal saiu do procedimento de

défice excessivo em junho de 2017). A nível agregado, a dívida pública na Zona Euro também diminuiu desde a crise, embora mais lentamente, existindo ainda países com níveis de dívida elevados.

No entanto, o ramo preventivo das regras, cuja função é evitar políticas fiscais que possam resultar em défices excessivos, foi menos bem-sucedido. Atualmente, grande parte dos Estados-membros enfrenta um défice estrutural acima do objetivo a médio prazo. Por outro lado, uma das debilidades identificadas pela Comissão é que a política fiscal tem sido muito pró-cíclica em muitos países, com um aumento excessivo do défice durante tempos de bonança e uma consolidação fiscal demasiado rápida durante a crise. Além disso, esta consolidação foi realizada em grande parte através de uma redução drástica no investimento, quando o mesmo contribui para estimular o crescimento a médio prazo. Por outro lado, a Comissão admitiu que as regras são muito complexas e pouco previsíveis, pois baseiam-se em variáveis não observadas (como o *output gap* e o saldo estrutural) que são muito difíceis de estimar. Finalmente, a Comissão considera que as regras não levam suficientemente em consideração o estado da economia no conjunto da Zona Euro. Por exemplo, com as taxas de juro do BCE em mínimos históricos, as regras impedem um estímulo fiscal exatamente quando a política fiscal deve assumir um papel mais importante.

As questões para uma reforma em 2020

A revisão da Comissão coloca várias questões em cima da mesa para uma futura revisão das regras: Como garantir a sustentabilidade da dívida pública a longo prazo e, ao mesmo tempo, permitir a estabilização económica a curto prazo? Como incentivar o investimento e as reformas estruturais? Como simplificar as regras e melhorar a sua transparência? Como levar em consideração a posição do conjunto da economia da Zona Euro?

Responder a todas estas perguntas antes do final de 2020 é um projeto ambicioso. De qualquer forma, o ponto de partida é positivo: a Comissão identificou os principais problemas e está a colocar as perguntas apropriadas. A grande questão reside em saber se os Estados-membros estabelecerão um acordo para mudar adequadamente as regras.

1. Entre os quais se destacam os limites para o défice (3% do PIB) e a dívida (60% do PIB), e o requerimento de ajustar o saldo estrutural para um objetivo a médio prazo.

2. A Comissão define como «climaticamente neutro» as zero emissões líquidas de gases de efeito estufa.

3. Estas duas reformas, entre outras regulações, introduziram a possibilidade de sanções para países que não cumpram as regras: a regra de redução da dívida pública e o procedimento de desequilíbrios macroeconómicos.

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

ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Atividade									
PIB real	2,4	2,9	2,7	2,3	2,1	2,3	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,5	4,7	3,4	3,6	4,2	3,9	2,6	5,6	3,3
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	125,8	128,3	132,1	127,0	126,8	128,2	130,4
Produção industrial	2,3	3,9	2,9	1,2	0,2	–0,7	–0,5	–0,9	–0,8
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,9	54,7	52,4	49,4	48,1	48,1	47,8	50,9
Habitacões iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.213	1.256	1.282	1.449	1.381	1.626	1.567
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	215	216	217	219	219	220	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,3	3,9	3,9	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,6
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,7	60,6	60,9	61,0	61,0	61,0	61,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,4	–3,0	–3,1	–3,1	–2,9	–2,9	–2,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	1,6	1,8	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,1	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3

JAPÃO

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Atividade									
PIB real	2,2	0,3	0,8	0,8	1,8	–0,4	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	41,3	39,5	36,8	38,0	38,7	39,1	39,1
Produção industrial	2,9	1,0	–1,1	–1,2	–1,1	–6,3	–6,7	–5,6	–2,4
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	12,0	7,0	5,0	0,0	0,0	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2	2,4
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,5	–0,1	–0,3	–0,5	–0,4	–0,3	–0,3	–0,3	–0,4
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	0,3	0,8	0,3	0,5	0,5	0,8	0,7
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8

CHINA

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	10/19	11/19	12/19
Atividade									
PIB real	6,9	6,7	6,4	6,2	6,0	6,0	–	–	–
Vendas a retalho	10,3	9,0	8,5	8,5	7,6	7,7	8,0	8,0	...
Produção industrial	6,6	6,2	6,4	5,6	5,0	5,9	6,2	6,9	...
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	49,7	49,6	49,7	49,9	50,2	50,2	50,0
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	420	352	381	395	428	424	435	424	...
Exportações	7,9	9,9	1,3	–1,0	–0,4	1,8	–1,2	7,4	...
Importações	16,3	15,8	–4,4	–3,8	–6,3	3,0	0,3	16,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	1,8	2,6	2,9	4,3	4,5	4,5	5,4
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,8	6,6	6,8	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	6,9

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, Departamento de Comunicações 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	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	2,5	1,6	2,5	2,1	2,7	1,8	2,3	1,3	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	2,9	1,0	-0,5	-1,4	-2,1	-2,8	-1,7	-4,1	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-7,0	-7,0	-6,8	-7,6	-7,2	-8,1	-8,1
Sentimento económico	110,4	111,5	105,8	103,8	102,0	100,6	100,7	100,9	102,6
PMI indústrias	57,4	55,0	49,1	47,7	46,4	46,4	46,9	46,3	47,9
PMI serviços	55,6	54,5	52,4	53,1	52,8	52,3	51,9	52,8	52,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,5	1,4	1,2	1,0	1,0	1,1	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	9,1	8,2	7,8	7,6	7,5	7,5	7,5	7,4	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,8	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	9,4	9,1	8,7	8,5	8,5	8,4	8,4	8,4	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	11,3	10,6	10,3	10,0	9,8	9,8	9,8	9,8	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	2,7	1,9	1,4	1,2	1,2	0,9	0,9	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	2,8	1,6	1,0	0,3	0,6	0,5	0,5	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	2,4	1,7	1,3	1,5	1,5	0,9	0,9	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	1,8	0,7	0,1	0,2	0,5	0,0	0,0	-	-

Preços

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Inflação geral	1,5	1,8	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	1,3	1,4
Inflação subjacente	1,0	1,0	1,0	1,1	0,9	1,2	1,3	1,3	1,1

Setor externo

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Balança corrente	3,2	3,2	3,1	2,8	3,0	3,1	3,1	3,1	...
Alemanha	8,1	7,3	7,2	7,1	7,5	7,7	7,6	7,7	...
França	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	...
Itália	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	...	2,9	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	96,5	98,9	97,3	97,3	97,7	96,9	96,7	96,7	...

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	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	11/19	12/19	01/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,5	3,8	3,7	3,9	3,9	...	...	...	...
Crédito às famílias ^{2,3}	2,6	3,0	3,3	3,3	3,4	...	...	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	...	...	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,5	...	...	...	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	10,2	7,9	7,1	7,6	8,6	...	...	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	-0,4	0,4	0,7	...	...	...	...
Instrumentos negociáveis	1,6	-4,2	-3,4	-4,9	-1,7	...	...	...	...
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 externo. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

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

Portugal fechou 2019 com robustez, mas não é imune ao impacto do coronavírus

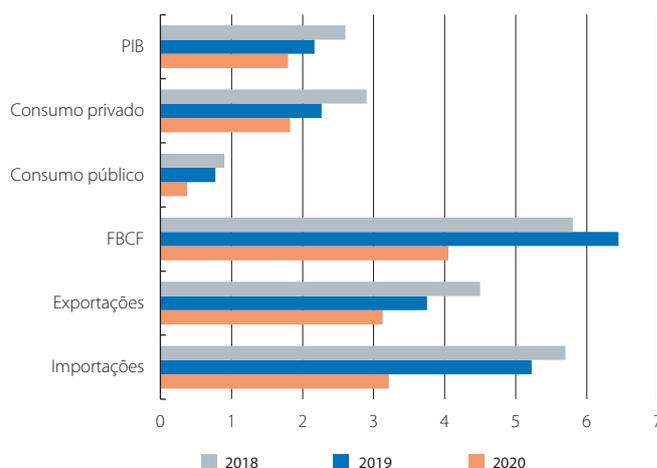
A economia cresceu solidamente 2,2% em 2019. Atividade acelerou no 4T 2019 (2,2% homólogo e 0,7% em cadeia) graças a uma contribuição da procura externa (+1,3 p.p.) melhor do que a prevista, em parte é consequência das revisões estatísticas que o Banco de Portugal efetuou nas séries da balança de pagamentos. A procura interna teve uma contribuição mais moderada no último trimestre, mas no conjunto do ano de 2019 permaneceu como motor da expansão. A evolução de 2,2% do PIB em 2019 reflete uma contribuição de 2,7 p.p. por parte da procura interna (destacando-se o investimento, que cresceu 6,5%, impulsionado pela aceleração do investimento em produtos de propriedade intelectual de 6,5% e pelo investimento na construção de 9,4%), enquanto no conjunto do ano a procura externa teve uma contribuição negativa para o PIB de 0,6 p.p., o que explica, em grande parte, a desaceleração do PIB em comparação com os 2,6% registados em 2018. No entanto, para 2020 alguns indicadores começam a mostrar alguma deterioração. Assim, enquanto em janeiro os indicadores coincidentes do Banco de Portugal permaneceram robustos (2,0% na atividade agregada e 2,4% no consumo privado), em fevereiro os índices de confiança do consumidor e da indústria caíram para -8,1 pontos (o nível mais baixo desde junho de 2019) e -4,2 pontos, respetivamente. Esta queda deveu-se principalmente às expectativas menos positivas em relação à situação económica do país nos próximos 12 meses, o que pode refletir as incógnitas em relação aos efeitos do coronavírus COVID-19. É justamente este fator de incerteza que, apesar do forte crescimento de 2019, nos impediu de melhorar a nossa previsão de crescimento para 2020 (1,7%). Todavia, perante o alastramento da doença, o cenário para a atividade económica tem forte probabilidade de vir a ser revisto em baixa.

Desaceleração do mercado de trabalho no período final de 2019. A população empregada continuou a aumentar no 4T 2019 (+24.600 pessoas), mas a um ritmo mais lento do que no passado (0,5% em termos homólogos, em comparação com 0,9% no 3T e 2,3% na totalidade de 2018). A taxa de desemprego aumentou para 6,7% (em comparação com os 6,1% do 3T). A deterioração da taxa de desemprego no final do ano é normal, mas desta vez foi superior à esperada devido ao forte aumento da população ativa e, principalmente, da população ativa estrangeira, além da menor capacidade de criação emprego numa fase mais madura do ciclo. Em 2020 esperamos que o mercado de trabalho continue a melhorar, mas a um ritmo inferior ao registado nos últimos anos, trajetória sujeita também a incerteza devido ao impacto do coronavírus na economia.

A balança corrente termina 2019 com ligeiro défice. Após seis anos em terreno positivo, a balança corrente fechou 2019 com um défice de -0,1% do PIB (181,5 milhões de euros), representando uma deterioração de 3 décimas face aos +0,2% de

Portugal: PIB e componentes

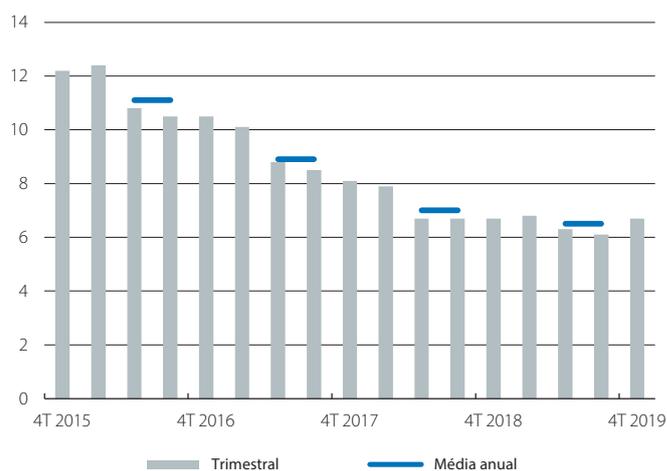
Crescimento anual (%)



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

Portugal: taxa de desemprego

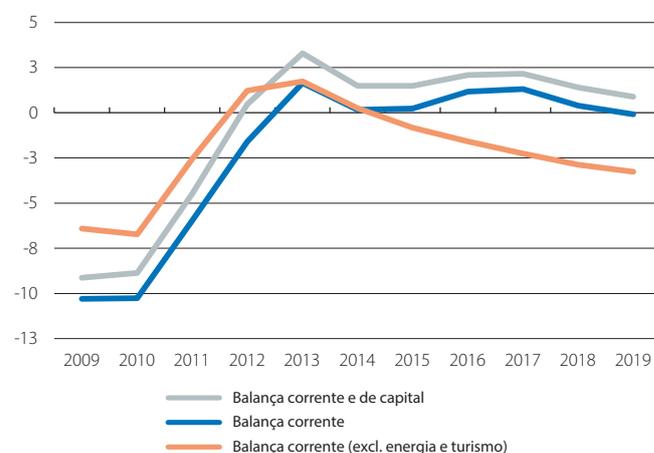
(%)



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

Portugal: balança corrente e capital

Saldo (% do PIB)



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

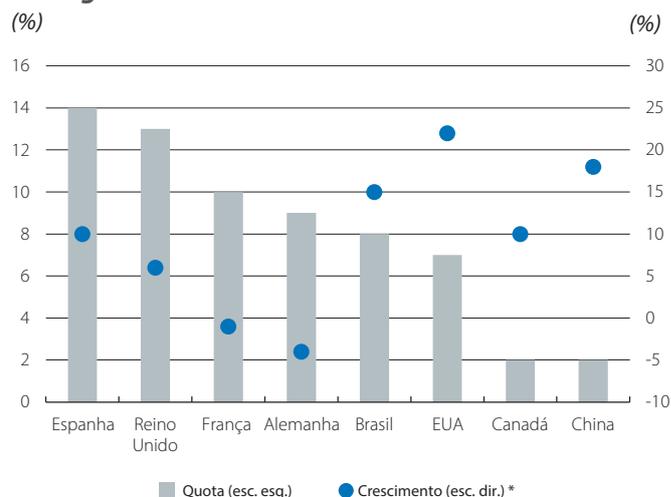
2018. Este comportamento resultou do agravamento do défice comercial de bens (7,9% do PIB, +2 décimas do que em 2018, e devido ao impulso das importações em termos de investimento) e do menor superavit de serviços não turísticos (+2,1% do PIB, -0,25 p.p. do que em 2018); o superavit turístico melhorou 1 décima, para 6,2% do PIB. Por sua vez, a soma da balança corrente e do saldo de capital permaneceu positiva, permitindo continuar a reduzir a dívida externa. Especificamente, o superavit conjunto foi de +0,9% do PIB (menos 5 décimas do que em 2018) e a dívida externa reduziu para 85,1% do PIB (89,5% em 2018).

A atividade turística acelerou em 2019. Portugal registou um total de 27 milhões de turistas, dos quais 11 milhões nacionais e 16 milhões estrangeiros. Isto representou um aumento na atividade turística de 7,3% em 2019 (5,3% em 2018), com um aumento no número de turistas internacionais de 7,1% (4,8% em 2018). Os turistas provenientes de Espanha, EUA e do Brasil foram os principais responsáveis por esta dinâmica e representaram mais da metade do crescimento total de turistas estrangeiros. A receita média por quarto disponível aumentou novamente em 2019, situando-se em 49,4 euros (48,5 euros em 2018), sendo que as receitas dos estabelecimentos de alojamento turístico cresceram 7,3%. Se estas tendências continuassem, Portugal poderia superar os 17 milhões de turistas internacionais em 2020. No entanto, o turismo será um dos setores mais castigados pela emergência sanitária do coronavírus.

A taxa de inflação permanece reduzida. Em fevereiro, a taxa de inflação geral desacelerou para 0,4% homólogo (0,8% em janeiro), devido à queda dos preços da energia e à redução da taxa de inflação subjacente. Esta taxa exclui os preços da energia e dos alimentos não transformados, e situou-se em 0,1% homólogo, menos 0,3 p.p. do que em janeiro.

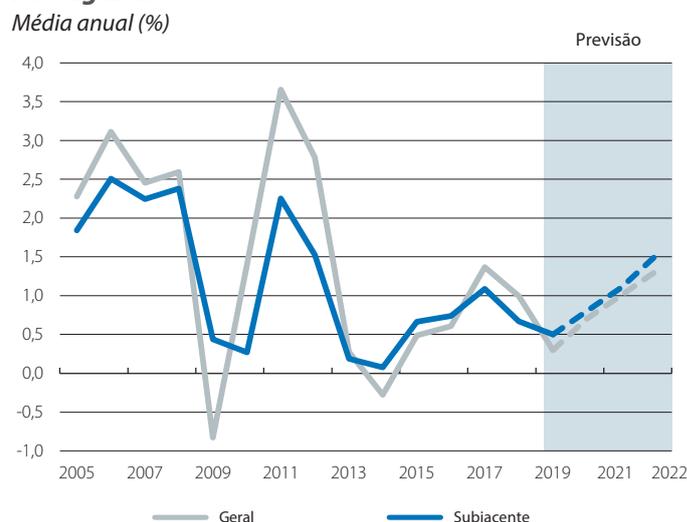
A procura de crédito permaneceu forte em 2019. A nova concessão de crédito ao setor privado não financeiro cresceu 8,9% em termos homólogos em 2019 (12,3% em 2018). Por segmentos, o novo crédito para a compra de habitação aumentou nos últimos meses, após a desaceleração registada na primeira parte do ano (+10,4% em 2019). Por outro lado, o crédito ao consumo também foi dinâmico, com um crescimento de 14,8%. No entanto, nos dois casos os números refletem um efeito de base: nos últimos meses de 2018 ambos os segmentos de crédito foram afetados negativamente pela implementação, por parte do Banco de Portugal, de medidas macroprudenciais mais restritivas em matéria de concessão de crédito. Finalmente, no âmbito das empresas não financeiras, o crescimento também foi robusto (5,6% face aos 11,8% de 2018). Apesar do dinamismo das novas operações de crédito, a carteira de crédito do setor privado não financeiro caiu novamente no final do ano (-0,4% homólogo), devido à contração da carteira das empresas não financeiras (-3,5% homólogo, sendo que com o ajustamento das vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa, teria aumentado 0,7%). No respeitante às famílias, o aumento de 1,5% homólogo deveu-se, em grande parte, à dinâmica do crédito ao consumo (+10,6% homólogo).

Portugal: turismo não residente



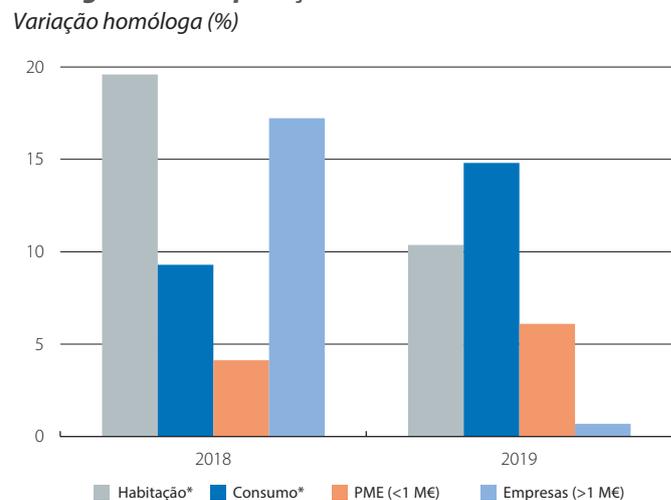
Nota: * Acumulado de 12 meses até dezembro de 2019, variação homóloga.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: IPC



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

Portugal: novas operações de crédito



Nota: * Renegociações não incluídas.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Consumo: como evoluiu e o que esperar no futuro em Portugal?

- O consumo dos residentes em Portugal cresce de forma robusta. Recuperação do emprego, rendimentos e confiança, contribuirão, primeiro para o aumento de compras de bens duradouros, e depois para aquisição de outros produtos (tais como lazer e afins).
- Mais recentemente, surgiram sinais de que o consumo, consistente com a moderada desaceleração do crescimento, está menos pujante e que esta tendência continuará em 2020. Até que ponto isto nos deve preocupar?

O consumo privado tem sido um dos motores do crescimento no atual período de expansão que caracteriza a economia lusa. Mas à medida que a economia desacelera, o consumo privado também tem vindo a revelar-se menos pujante. O que está por detrás desta tendência? E o que é que nos diz acerca da evolução esperada para 2020?

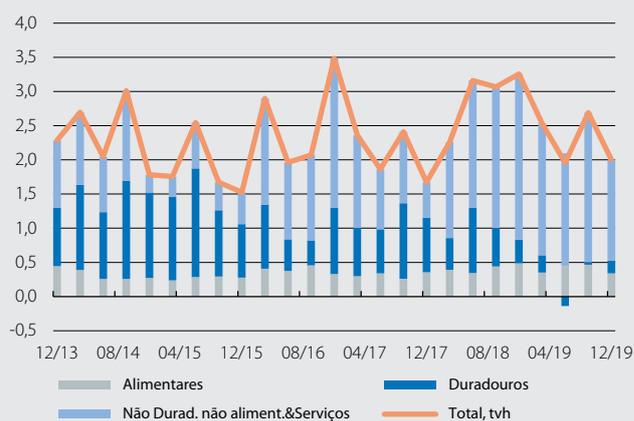
O consumo desacelerou de ritmos de crescimento em torno de 3% em 2018 para 2.0% no 4T 2019. Todavia, esta taxa de crescimento ainda mostra que o consumo das famílias continua forte, sustentado pela criação de emprego e pelo crescimento dos salários. Com efeito, os níveis de crescimento mais recentes permanecem próximos dos níveis médios observados desde o início da recuperação económica iniciada no final de 2013. A análise dos dados mais desagregados, mostra-nos, contudo, que a recuperação do consumo exibiu mudanças na composição. Como se pode observar na primeira figura, nos primeiros anos de retoma os bens duradouros tiveram um forte contributo para o crescimento do consumo, refletindo a realização de compras importantes que tinham sido adiadas nos anos da recessão. Contudo, na fase mais recente do atual ciclo, ganhou primazia o contributo dos denominados bens correntes não alimentares e serviços.

O menor contributo da componente de bens duradouros refletirá, primordialmente, o abrandamento das vendas de automóveis ligeiros (estas representam cerca de 47% do consumo de bens duradouros). Como se pode ver na segunda figura, há uma coincidência entre a desaceleração do crescimento dos bens duradouros e a venda de automóveis. No entanto, também é evidente que o consumo de bens duradouros se manteve resiliente no período de maior arrefecimento do comércio de automóveis

A desaceleração da componente compra de carro poderá já refletir, para além de algum esgotamento do efeito «troca de carro», o adiamento de algumas decisões de compra, antecipando maior incerteza relacionada com o setor, (i.e., as alterações tecnológicas ou alterações no ambiente regulatório). Este fator explicará ainda mais a redução das vendas de carros em 2018 e 2019, e é provável que continue a pesar sobre a atividade do setor. A expectativa de que estes fatores de incerteza se vão reduzindo e o aumento do benefício fiscal à compra de carros elétricos em 2020 – passa de 3 milhões de euros em 2019 para 4 milhões em 2020 – poderá ter um impacto positivo na compra de automóveis este ano, (aliás na figura 2 é evidente a retoma desta variável).

Portugal: consumo privado, contributos

(p. p., tvh)

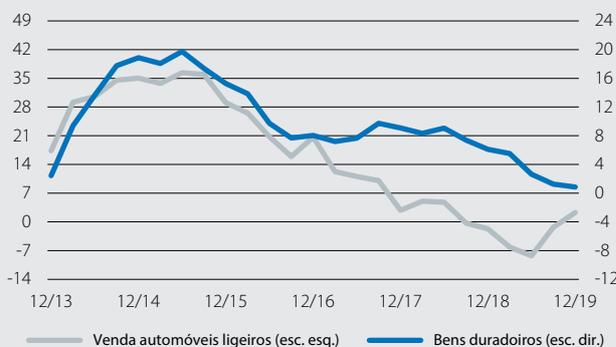


Fonte: BPI Research com base no INE.

Portugal: consumo de bens duradouros e venda de automóveis

(Var. média anual)

(Var. média anual)



Fonte: BPI Research com base no INE e ACAP.

Em resumo, as perspetivas para o consumo continuam positivas. Embora não seja expectável a manutenção dos fortes ritmos de crescimento observados nos últimos anos (até porque a taxa de poupança está em níveis baixos, podendo levar as famílias a adotarem comportamentos mais cautelosos), há outros fatores que representam choques positivos no rendimento e que tenderão a refletir-se, pelo menos parcialmente, no comportamento do consumo. Destes referem-se o aumento do salário mínimo (em 5.8%, afetando cerca de 22% dos trabalhadores por conta de outrem) e o efeito do descongelamento das carreiras na função pública, cujo impacto é visível no crescimento nominal dos salários e do rendimento disponível das famílias.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Índice coincidente para a atividade	2,5	2,1	2,2	2,3	2,1	2,0	2,0	2,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,1	-2,4	-3,7	-2,2	-4,1	0,4	3,0	2,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-1,4	-3,3	-3,7	-4,3	-4,3	-3,4	-4,2
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	19,1	6,7	21,1	16,3	13,0	6,7	6,7	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	...	7,6	-6,6	-0,2	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	5,8	7,5	6,7	7,5	7,9	8,0	8,3	8,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,1	4,5	4,9	5,8	6,8	7,1	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	15,3	14,2	11,5	10,6	10,1	8,2	6,5
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,6	4,3	5,9	4,5	3,6	2,6	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,6	2,3	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-8,3	-8,9	-7,6	-7,1	-7,2	-7,8	-8,1
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,0	1,5	0,9	0,9	0,5	0,1	0,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,8	6,3	6,1	6,7	6,7	6,9	...
PIB	2,6	2,2	2,4	2,1	1,9	2,2	...	...	...

Preços

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

	2018	2019	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Inflação global	1,0	0,3	0,8	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,8	0,4
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,8	0,6	0,1	0,4	0,4	0,4	0,1

Setor externo

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

	2018	2019	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,1	3,6	5,8	3,3	2,1	3,6	3,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,2	6,6	9,2	8,3	7,9	6,6	6,6	...	...
Saldo corrente	0,8	-0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,2	...	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,9	0,5	0,2	0,8	0,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-1,3	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	1,9	1,7	1,7	1,4	1,9	1,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	3,8	5,0	4,9	4,5	5,3	5,2	5,2	...	...
À ordem	14,3	14,4	14,2	13,3	15,1	14,9	14,8	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	-2,4	-1,9	-2,3	-2,5	-2,8	-2,9	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-1,9	-13,6	-11,6	-11,9	-17,1	-13,7	5,6	...	...
TOTAL	3,5	4,0	4,1	3,6	4,1	4,2	5,2	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	-1,2	-2,0	-1,3	-0,7	-0,6	-0,4	...	...
Empresas não financeiras	-4,0	-4,2	-6,0	-4,1	-3,3	-3,2	-3,5	...	...
Famílias – habitação	-0,8	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	...	...
Famílias – outros fins	4,2	3,9	3,2	2,7	4,2	5,6	6,4	...	...
Administrações Públicas	2,4	-8,5	-12,5	-8,2	-6,4	-7,1	-4,7	...	...
TOTAL	-1,4	-1,5	-2,5	-1,6	-1,0	-0,9	-0,6	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	9,4	...	8,9	8,3	7,7	...	...	...	...

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito não incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

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

Espanha: ligeira moderação do crescimento, na expectativa do coronavírus

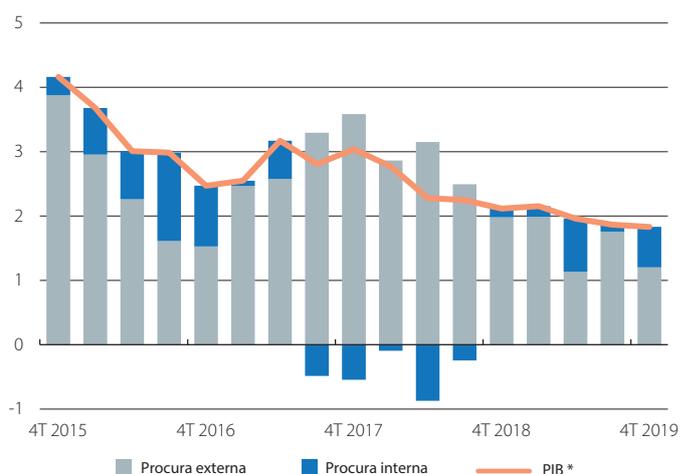
Desaceleração ordenada à espera dos acontecimentos. A economia espanhola fechou 2019 dando continuidade a uma desaceleração gradual e esperada (PIB anual de 2019 de +2,0%, após 2,4% em 2018), com ritmos de crescimento claramente superiores aos das outras principais economias da Zona Euro (Alemanha +0,6%, França +1,2% e Itália +0,2%). Em 2020, a menor robustez dos fatores de impulso cíclicos e o crescimento modesto dos principais parceiros comerciais (especialmente na Zona Euro) alimentarão este abrandamento. No entanto, o surgimento do coronavírus COVID-19 e a sua disseminação para vários países da OCDE podem prejudicar os indicadores de atividade nos próximos meses. O impacto do coronavírus pode refletir-se em fluxos comerciais mais baixos, não só com a China, mas também com outros parceiros comerciais afetados pelo COVID-19. Da mesma forma, um contexto novamente incerto também pode afetar negativamente a procura interna. No entanto, estima-se que o impacto do coronavírus será limitado a um intervalo de tempo contido. Neste sentido, após a desaceleração temporária dos indicadores de atividade, é de esperar um efeito de recuperação do crescimento nos próximos trimestres. Além disso, neste contexto exigente a nível mundial, a economia espanhola vai continuar a contar com a vantagem de ter corrigido muitos dos desequilíbrios que a tinham abalado antes da última crise, bem como com a manutenção de condições financeiras acomodáticas e bem sustentadas na política monetária do BCE.

Os indicadores mais recentes sugerem um crescimento gradualmente menor, mas que poderão ser prejudicados pelo coronavírus. Especificamente, em janeiro, o índice PMI dos serviços situou-se em 52,3 pontos, um valor acima do limite dos 50 pontos (que delimita a zona de expansão da de contração), mas que é o mais baixo dos últimos seis anos. Em contrapartida, o indicador homólogo para o setor industrial subiu 0,9 pontos, embora neste caso o dado ainda se situe abaixo dos 50 pontos (48,5). Por sua vez, em dezembro de 2019, o crescimento do volume de negócios do setor industrial regressou a terreno positivo (+0,1% homólogo, média móvel de três meses), recuperando 1,5 p.p. em relação a novembro, após acumular cinco meses de registos negativos. Da mesma forma, o indicador homólogo do setor dos serviços travou a sua desaceleração e cresceu 3,2% homólogo (média móvel de três meses). No entanto, ainda não existem indicadores disponíveis que capturem a mudança de sentimento descrita nas páginas anteriores desta *Informação Mensal* e resultante do surto, em várias economias, da emergência médica do coronavírus.

Arranque modesto do mercado de trabalho em 2020. Por motivos sazonais, janeiro é tradicionalmente um mês negativo para os dados do mercado de trabalho, pois reflete o fim da campanha de Natal. Neste sentido, a descida no número de inscritos (-244.044 pessoas em termos não ajustados de sazonalidade) não foi invulgar. No entanto, em termos ajustados de

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: PIB

Variação em cadeia (%)

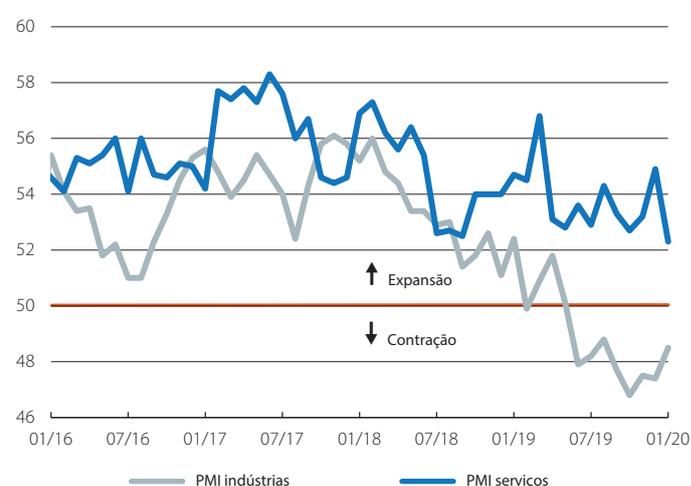


Nota: Intervalo de confiança de 90%.

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

Espanha: indicadores de atividade

Nível



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

sazonalidade, o número de inscritos aumentou em 5.324 pessoas em janeiro, um valor claramente inferior ao aumento observado em janeiro de 2019 e 2018 (+42.415 e +58.487 pessoas, respetivamente). Isto reflete que o ritmo de criação de empregos continua com a sua desaceleração progressiva (1,8% homólogo em janeiro, após 2,0% em dezembro e 2,6% na média de 2019). Além disso, esta desaceleração é generalizada em todos os setores: o ritmo de crescimento no número de inscritos abrandou tanto na construção (2,3% em termos homólogos) como na indústria (0,9%) e nos serviços (2,4%). Por sua vez, o ritmo de redução do desemprego registado caiu para 1,0% homólogo em janeiro (-1,3% em dezembro), uma descida que em parte pode estar relacionada com o aumento da população ativa (tal como explicámos no mês passado, a população ativa cresceu 1,3% homólogo no 4T 2019).

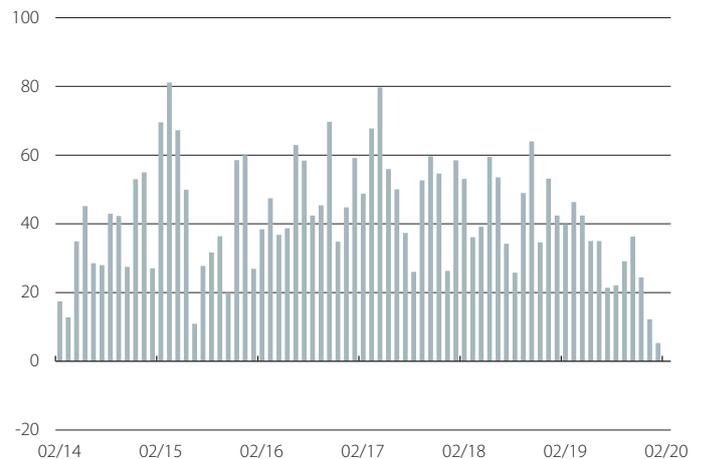
O governo desce as expectativas em relação às metas de défice. À espera da divulgação do dado de fecho de ano, tudo indica que Espanha terá terminado 2019 com um défice público de -2,3%. Para os próximos anos, o governo propôs aumentar a meta de défice fiscal em 2020 de -1,1% do PIB para -1,8% e, para 2021, de -0,4% para -1,5%, valores mais de acordo com as projeções que considerávamos no BPI Research, mas que irão atrasar a redução de uma dívida pública ainda muito elevada (estima-se que é ligeiramente superior a 95% em 2019). Desta forma, as novas metas mantêm o compromisso de redução do défice, mas a um ritmo muito mais gradual.

O setor externo termina 2019 com tendência positiva. A balança corrente foi de +1,9% do PIB em 2019 (23.943 milhões de euros), um valor semelhante ao de 2018, mas com uma composição diferente. Em particular, em 2019 destacou a melhoria de 0,4 p.p. no défice da balança de bens energéticos, compensado pelo maior défice dos bens não energéticos (-0,1 p.p.) e pelo menor superavit da balança de serviços (-0,2 p.p.). Em termos mais pormenorizados, o défice energético beneficiou de um preço mais baixo do petróleo, enquanto a deterioração do défice de bens não energéticos acusou a desaceleração das exportações. Por sua vez, o superavit dos serviços piorou devido à força das importações, tanto turísticas (turistas espanhóis que viajam para o estrangeiro) como não turísticas. Finalmente, a balança de rendimentos teve uma contribuição negativa mínima.

A atividade no setor imobiliário fecha o ano com uma evolução mais moderada. A compra e venda de habitações residenciais diminuiu 3,3% no conjunto de 2019, afetada pelo impacto negativo da implementação da lei de crédito imobiliário (LCI) em junho. Neste sentido, destaque para o facto de o dado de dezembro ter evidenciado uma ligeira recuperação após os efeitos da LCI. Por sua vez, o preço de avaliação da habitação recuperou algum dinamismo no 4T 2019 (+0,9% em cadeia, após um modesto 0,1% em cadeia no 2T e 3T). Com este dado, no conjunto de 2019 o preço da habitação cresceu 3,2%, ligeiramente abaixo do registo do ano anterior (3,4% em 2018). Assim, os indicadores refletem um caminho de desaceleração, em linha com o ritmo mais lento de crescimento económico. No entanto, não o devemos interpretar como um sinal de debilidade do setor, mas sim como uma normalização em direção a taxas de crescimento mais sustentáveis após a forte expansão experimentada durante a recuperação.

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Variação mensal (milhares de pessoas)

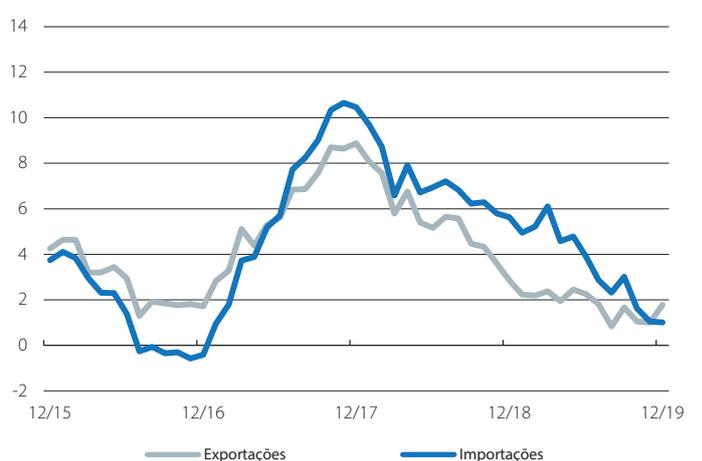


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

Comércio exterior de bens*

Variação homóloga do acumulado a 12 meses (%)



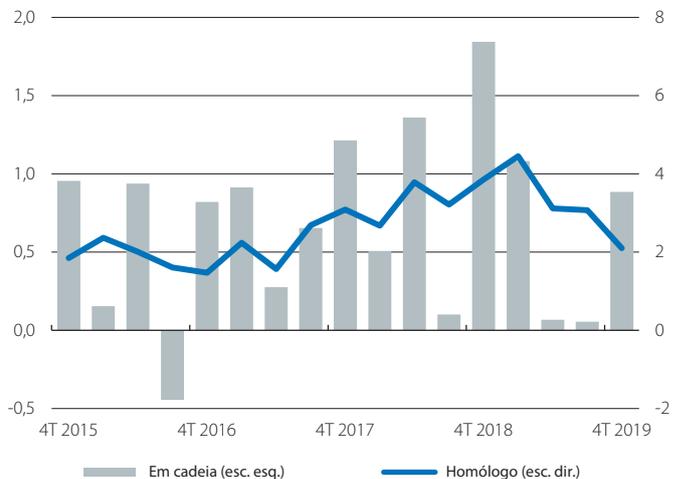
Nota: * Dados nominais, série não ajustada de sazonalidade.

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

Espanha: preço da habitação (avaliação)

Varição (%)

Varição (%)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Indústria									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	0,0	1,4	0,9	0,3	0,8	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	-3,8	-4,6	-2,0	-5,2	-2,6	-5,2	-4,0
PMI das indústrias (valor)	54,7	53,3	51,1	49,9	48,2	47,2	47,4	48,5	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	25,8	21,9	13,0	8,0	5,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	14,2	8,3	5,5	1,3	-2,8	-3,3	...	...
Preço da habitação	6,2	6,7	6,8	5,3	4,7	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	1,0	1,5	2,1	1,4	1,1	0,9	...
PMI dos serviços (valor)	56,6	54,8	55,3	53,2	53,5	53,6	54,9	52,3	...
Consumo									
Vendas a retalho	1,0	0,7	1,4	2,2	3,3	2,3	1,7	...	...
Matrículas de automóveis	7,9	7,8	-7,0	-4,4	-7,9	5,1	6,6	-7,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-4,8	-4,0	-5,8	-10,5	-12,1	-11,5	-7,9
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,6	2,7	3,2	2,4	1,8	2,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	14,7	14,0	13,9	13,8	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,6	3,1	2,9	2,8	2,5	2,2	2,0	1,8	...
PIB	2,9	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	-	-	-

Preços

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Inflação global	2,0	1,7	1,1	0,9	0,3	0,4	0,8	1,1	0,8
Inflação subjacente	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	...

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em mil milhões de euros, salvo indicação expressa

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	2,4	2,3	1,7	1,8	1,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,1	3,9	3,0	1,0	1,0	...	...
Saldo corrente	31,1	23,3	19,6	20,6	21,0	23,9	23,9	...	...
Bens e serviços	41,6	32,6	30,2	31,5	31,4	34,1	34,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,5	-9,3	-10,6	-10,9	-10,4	-10,1	-10,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	33,9	29,1	25,5	26,6	26,3	29,1	29,1	...	...

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	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	12/19	01/20	02/20
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	5,2	5,8	5,4	5,4	5,0	4,3	...
À ordem e poupança	17,6	10,9	11,3	10,9	10,3	10,3	9,8	8,6	...
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-13,7	-12,8	-13,2	-13,9	-14,8	-15,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	17,8	15,7	3,7	-2,1	-3,3	-4,3	...
TOTAL	1,9	3,9	5,9	6,3	5,3	4,9	4,4	3,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,1	-1,1	-1,1	-1,5	-1,2	-1,1	...
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-5,5	-3,0	-2,3	-3,0	-2,3	-2,1	...
Famílias - habitação	-2,8	-1,9	-1,1	-1,2	-1,3	-0,7	-0,7	-0,8	...
Famílias - outros fins	3,7	5,1	4,2	3,8	2,3	-0,1	0,3	0,4	...
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-10,4	-7,2	-5,4	-1,2	-2,9	3,8	...
TOTAL	-2,8	-2,9	-2,6	-1,5	-1,4	-1,5	-1,3	-0,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	7,8	5,8	5,7	5,4	5,1	4,8	4,8	...	...

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

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

O ciclo financeiro: uma ferramenta essencial para entender a economia

Os seres humanos adoram os ciclos. Sejam vitais, históricos, políticos... ou futebolísticos. Caso contrário, pergunte a todos os treinadores que foram demitidos sob o cliché «O seu ciclo chegou ao fim». Os economistas, acredite ou não, também somos humanos e não poderíamos ser menos sensíveis a ciclos. Os ciclos macroeconómicos (ou seja, altos e baixos na produção de bens e serviços) foram o nosso principal objeto de estudo durante décadas. No entanto, após a crise de 2008, percebemos que o ciclo económico não podia ser analisado sem considerar os fatores financeiros que deram origem a um novo conceito e outro ciclo: o financeiro.

Embora não exista uma definição universal sobre ciclo financeiro, a expressão denota como as interações entre as perceções e atitudes em relação ao risco dos agentes económicos e financeiros, juntamente com as condições de financiamento e de crédito da economia, acabam por criar ciclos de expansão (*boom*) e de queda (*bust*) das principais variáveis financeiras. Hoje, é feita uma distinção entre o ciclo financeiro interno e o ciclo financeiro global, até ao ponto de o economista do Banco de Pagamentos Internacionais (BIS) Claudio Borio¹ falar de uma «história de dois ciclos», parafraseando o grande Charles Dickens.

O ciclo financeiro interno

O ciclo financeiro interno é caracterizado pela evolução do crédito e dos preços da habitação: o crédito fornece uma boa descrição das restrições ao acesso ao financiamento para as famílias e empresas, enquanto os preços refletem as perceções dos agentes sobre o valor dos seus ativos e o risco associado aos mesmos.

No seu artigo seminal sobre o ciclo financeiro², Borio combinou a informação sobre estas duas variáveis nos EUA para obter uma medida do ciclo financeiro. Como é possível observar no primeiro gráfico, o ciclo resultante dura mais do que o ciclo macroeconómico e, além disso, tem-se prolongado com o passar dos anos. Da mesma forma, os picos do ciclo financeiro são alcançados perto do início das crises financeiras de origem interna, uma situação comum às restantes economias avançadas. O motivo é que, durante os períodos de expansão aumenta o risco incorrido pelos agentes, o que amplia o *boom* de crédito e o aumento dos preços dos ativos, naquilo que é o prelúdio de uma futura crise. Por outras palavras, as crises desenvolvem-se durante os *booms* do ciclo financeiro!

Esta estreita ligação entre o ciclo financeiro e as crises financeiras pode ajudar a entender o impacto significativo que o ciclo financeiro possui na economia real: as recessões nas economias avançadas são duas vezes mais severas quando coincidem com a fase de contração do ciclo financeiro³. Desta forma, forma, o ciclo financeiro amplifica o ciclo macroeconómico.

Logicamente, as características do ciclo financeiro não caem do céu. De que dependem? Foram identificados três principais fatores: sistema financeiro, política monetária e sistema económico-institucional. No respeitante ao primeiro fator, a liberalização financeira que ocorreu nas últimas décadas favoreceu um maior acesso ao crédito, mas ao mesmo tempo também tornou o ciclo financeiro mais sensível à atitude face ao risco dos agentes. A política monetária também é fundamental e, de facto, nos seguintes artigos exploraremos mais pormenorizadamente o seu papel. Aqui limitámo-nos a dizer que uma política monetária focada apenas no controlo da taxa de inflação não agiria contra os *booms* financeiros ocorridos num contexto de inflação baixa (no entanto, existem alternativas de política monetária que podem corrigir os excessos do ciclo financeiro). E, finalmente, no que diz respeito ao sistema económico-institucional, as reformas económicas que permitem aumentar o crescimento potencial dos países podem provocar mudanças nos padrões de concessão de crédito e no comportamen-

EUA: ciclo financeiro e económico
Desvios em relação à tendência (logaritmos)



Fonte: Borio, C. (2012), «The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?». BIS Working Papers n.º 395.

1. Ver Borio, C. (2019). «A tale of two financial cycles: domestic and global». BIS Lecture.

2. Ver Borio, C. (2012). «The Financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?». BIS Working Papers n.º 395.

3. Ver Drehman, M., Borio, C. e Tsatsaronis, K. (2012). «Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!». BIS Working Paper n.º 380.

to das principais variáveis financeiras.

O ciclo financeiro global

O outro ciclo financeiro que devemos ter em mente é o global. Se o interno está focado em detetar os desequilíbrios macrofinanceiros de cada economia, o ciclo global refere-se aos fatores financeiros gerados nos principais centros financeiros do planeta – principalmente nos EUA – e de que forma se transmitem para o resto do mundo por intermédio dos fluxos de capital e dos preços de ativos financeiros. As economistas Helène Rey e Silvia Miranda-Agrippino⁴ foram as primeiras a detetar que existia um fator comum que explicava 25% do movimento dos ativos financeiros de risco e, posteriormente, foi observado que este fator também explicava cerca de um quarto dos fluxos brutos de capital.

O que está por trás deste fator comum que descreve o ciclo financeiro global? O apetite pelo risco, uma variável que se costuma aproximar do VIX, o índice que calcula a volatilidade implícita das opções sobre as ações que compõem o índice S&P 500. Quanto menor for o VIX, maior é a complacência e o apetite por riscos prevaletentes nos mercados, levando a acelerar o crescimento do crédito e conduzindo a um aumento dos preços dos ativos. É interessante esclarecer que a relação entre o ciclo financeiro global e o VIX diminuiu após a crise financeira de 2008 (ver o segundo gráfico), possivelmente porque muitos bancos mundiais reduziram as suas posições internacionais. Lembremo-nos, por exemplo, que os bancos europeus tinham captado liquidez abundante em dólares antes da crise.

Por outro lado, o ciclo financeiro global está intimamente ligado à política monetária dos EUA: as mudanças nesta política afetam as expectativas dos investidores e, por conseguinte, o índice VIX. Estas mudanças acabam por se transmitir para as restantes economias (mesmo aquelas cujo ciclo interno difere substancialmente do dos EUA) através de fluxos internacionais de capital, que acabam por afetar a alavancagem de grandes bancos e o crescimento do crédito agregado mundial.

Convém destacar que o ciclo financeiro global possui implicações importantes na política económica: tradicionalmente, a macroeconomia argumentava que as políticas monetárias independentes internas só poderiam ser alcançadas na presença de capital perfeitamente móvel, com taxas de câmbio flexíveis (o famoso trilema da macroeconomia internacional). No entanto, a existência de um ciclo financeiro global abalou esta visão tradicional: as condições financeiras dos principais centros financeiros globais transmitem-se para as condições macrofinanceiras dos restantes países, razão pela qual a política monetária interna não pode ser totalmente independente, mesmo se a taxa de câmbio for flexível⁵. Por exemplo, nos últimos anos quando as economias avançadas se encontram num contexto de baixos retornos, a abundância de liquidez dirigiu-se para outras economias vizinhas que, para evitar desvalorizações bruscas das suas moedas e conter as entradas de capital, relaxaram as suas condições monetárias com taxas de juro mais baixas do que as justificadas pelas necessidades internas. Desta maneira, a única forma de alcançar uma política monetária independente é com políticas que afetem os fluxos de capital (ou seja, passamos do trilema para um simples dilema), entre outras, através de políticas macroprudenciais cíclicas que limitem o crescimento do crédito e da alavancagem em tempos de *boom*, ou de políticas estruturais que limitam a alavancagem e reduzam a natureza procíclica dos intermediários financeiros.

Em suma, a existência de um ciclo financeiro nas suas duas vertentes (interna e global) é inquestionável. Neste sentido, estudar as principais variáveis macrofinanceiras (como a taxa de juro natural), os ciclos económicos e a própria política monetária sem considerar a existência deste ciclo seria algo como assistir a um concerto sem música. Por esta razão, nos próximos artigos deste Dossier, abordaremos o ciclo financeiro (ou, seguindo a analogia, vamos trazer a música) para entender o seu impacto na economia.

O ciclo financeiro global e o VIX



Fonte: Borio, C. (2019), «A tale of two financial cycles: domestic and global». BIS Lecture.

4. Miranda-Agrippino, S. e Rey, H. (2018). «US Monetary Policy and the Global Financial Cycle». NBER Working Paper 21722.

5. Ver Hélène Rey (2015). «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence». NBER Working Paper 21162.

A queda secular das taxas de juro: uma dinâmica global

Os últimos 30 anos testemunharam uma queda sustentada das taxas de juro nas principais economias desenvolvidas. Como já analisámos em dossiers anteriores, este fenómeno acaba por se refletir num declínio na denominada taxa de juro natural, um conceito-chave para a política monetária e com origem no economista sueco Knut Wicksell¹.

Um conceito-chave: a taxa de juro natural

A taxa de juro natural é aquela que permite à atividade crescer de acordo com o potencial da economia e com uma taxa de inflação estável. Assim, a taxa de juro natural permite-nos avaliar se uma determinada taxa de juro é acomodatória ou restritiva. Se a taxa de juro observada for superior à taxa de juro natural, o crescimento da economia situar-se-á abaixo do potencial e haverá uma pressão negativa sobre os preços, e vice-versa. Fazendo jus à sua própria definição, a taxa de juro natural oferece-nos um ponto para o qual as taxas de juro deveriam convergir, dado que representa um nível de taxas de juro onde o desempenho da economia é sustentável. Da mesma forma, a taxa de juro natural depende das características estruturais da economia e é determinada por todos os fatores que afetam a oferta e a procura. Assim, tal como observámos numa análise anterior², por exemplo mudanças estruturais relacionadas com hábitos de poupança das famílias, as dinâmicas demográficas ou o crescimento da produtividade afetam a taxa de juro natural.

Um dos problemas da taxa de juro natural é que ela não é diretamente observável nos dados. No entanto, é possível estimar a partir de modelos e técnicas estatísticas, embora todas estas abordagens estejam sujeitas a um grau considerável de incerteza³. Uma das metodologias de referência é a de Holston *et al.* (2017)⁴, cujas estimativas são reproduzidas no gráfico em anexo e nas quais é possível observar uma queda sustentada e generalizada das taxas de juro naturais nas principais economias avançadas.

Fatores globais de flutuações e declínio das taxas de juro naturais

O forte movimento entre as taxas de juro observadas no gráfico levou muitos economistas a concluir que existem fatores globais por trás das flutuações e do declínio das taxas de juro naturais⁵. De facto, as principais causas que explicam esta queda sustentada são a perda de dinamismo da produtividade, o envelhecimento da população e a escassez de ativos seguros, fenómenos amplamente observados nas principais economias avançadas.

Além da natureza global destas forças, convém recordar que as economias nacionais não operam isoladamente. Os movimentos das taxas de juro e as decisões dos bancos centrais têm repercussões imediatas nos mercados financeiros internacionais. Neste sentido, a globalização transforma-as numa correia de transmissão das dinâmicas internas das principais economias, como os EUA ou a Zona Euro, que influencia o desempenho dos seus bancos centrais e determina as suas taxas de juro.

De facto, Rey (2015)⁶ documenta a existência de dinâmicas globais nos fluxos de capital, o preço dos ativos e o crescimento do crédito, denominando todas elas de «ciclo financeiro global». Além disso, Rey mostra que um dos fatores determinantes do ciclo financeiro global é a política monetária de economias como os EUA ou a Zona Euro, que ocupam uma posição central no sistema financeiro internacional. Assim, as tendências que afetam mais estas economias do que o resto do mundo e que influenciaram negativamente as suas taxas de juro naturais (como o envelhecimento da população ou a perda de dinamismo da produtividade) podem ter sido transmitidas para o resto do mundo através do ciclo financeiro global e ter tornado o declínio das taxas de juro naturais num fenómeno mundial.

Finalmente, ao constatar tanto a presença de um fator global na queda das taxas de juro naturais como a existência de um ciclo financeiro global, outra hipótese plausível é que o próprio ciclo financeiro ajuda-nos a entender a dinâmica das taxas de juro naturais. Afinal, o ciclo financeiro possui um papel fundamental na economia, conforme analisámos no artigo «O ciclo financeiro: uma ferramenta essencial para entender a economia» neste Dossier. Esta é precisamente a hipótese que exploraremos no seguinte artigo: «O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?».

Taxa de juro natural real



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Holston, Laubach e Williams (2017).

1. Ver o artigo «Taxas de juro baixas: até quando?» no Dossier da IM02/2019.

2. *Ibidem*.

3. Ver o artigo «A incerteza causada pela taxa de juro natural» neste Dossier para uma discussão sobre o papel e as causas desta incerteza.

4. Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. C. (2017). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.

5. O consenso de que o declínio nas taxas de juro se deve, pelo menos em parte, a fatores globais é bem refletido pelo grande número de estudos que o confirmam. Entre eles, ver Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. C. (2017). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, S59-S75. Jordà, Ò. e Taylor, A. M. (2019). «Riders on the Storm» (No. w26262). National Bureau of Economic Research. Clarida, R. (2019). «The global factor in neutral policy rates: Some implications for exchange rates, monetary policy, and policy coordination». *International Finance*, 22(1), 2-19.

6. Rey, H. (2015). «Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence» (n.º w21162). National Bureau of Economic Research.

O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?

O ciclo financeiro desempenha um papel fundamental no funcionamento da economia, como vimos nos artigos anteriores deste Dossier. No entanto, quais são as consequências concretas da relação entre o ciclo financeiro e o económico? A seguir analisamos as implicações para uma das principais relações macrofinanceiras: a existente entre o ciclo financeiro e as taxas de juro de equilíbrio.

Existe um vasto consenso entre os economistas de que transformações substanciais, como o envelhecimento da população ou a perda do dinamismo da produtividade, causaram uma queda das taxas de juro de equilíbrio ou naturais¹. De acordo com este consenso, na medida em que esta queda é estrutural, a política monetária deve-se adaptar e, em tempos de debilidade económica, utilizar novas ferramentas para relaxar as condições financeiras (como as compras de ativos ou a denominada *forward guidance*). No entanto, esta visão foi construída e ganhou protagonismo sem considerar o papel do ciclo financeiro. A seguir, inspirados na análise que Juselius *et al.* (2017)² fizeram para os EUA estudamos como muda o discurso da «era das taxas de juro baixas» na Zona Euro quando o ciclo financeiro passa a ser parte da equação.

O discurso dominante e o seu grande ausente: o ciclo financeiro

A taxa de juro natural é a principal referência para definir uma política monetária acomodatória (taxas de juro inferiores à natural) ou restritiva (acima da natural). A dificuldade para os bancos centrais é que esta taxa de juro não é observável. Contudo, é possível inferir isto se examinarmos a economia de forma pormenorizada: quando o crescimento económico é acompanhado por um aumento da inflação, as pressões dos preços sugerem que a economia cresce acima das suas capacidades ou do seu potencial, do qual podemos deduzir que a política monetária é pouco restritiva, ou seja, que a taxa de juro fixa é menor do que a taxa de juro natural (e vice-versa). Esta relação simples entre atividade, inflação e taxas de juro é a que, em traços gerais, está por trás das estimativas que mostram uma queda generalizada e sustentada das taxas de juro naturais nas principais economias avançadas³. No entanto, e o que é que acontece se esta relação estiver incorreta (por exemplo, porque confere demasiado peso ao vínculo inflação-atividade) ou incompleta (porque omite dinâmicas relevantes)?

Nos anos anteriores à Grande Recessão, a atividade da Zona Euro exibiu um dinamismo significativo que, sob o prisma de uma taxa de inflação estável e de cerca de 2%, deveria ter sido sustentável. Em retrospectiva, sabemos que não foi desta forma, mas sim que este crescimento foi impulsionado por uma forte expansão do crédito. Além disso, nos últimos anos, ocorreu um debilitar do vínculo entre atividade e inflação, sugerindo que atualmente as dinâmicas dos preços fornecem-nos menos informações sobre a sustentabilidade do crescimento. Portanto, estas experiências aconselham-nos a complementar a relação atividade-inflação-taxa de juro com a análise do estado do ciclo financeiro: se não a incorporamos (e geralmente não é incorporada às estimativas mais conhecidas da taxa de juro natural), a nossa única fonte de informação para a sustentabilidade do crescimento seria a inflação e, além disso, atribuiríamos as flutuações de atividade apenas a mudanças de política monetária.

Equilíbrio das taxas de juro e ciclo financeiro: uma incursão empírica

Para descobrir como a estimativa da taxa de juro natural da Zona Euro muda com o ciclo financeiro, devemos atribuir um papel ao ciclo financeiro dentro do trinómio inflação-atividade-taxas de juro. Como verificámos anteriormente, a visão clássica do trinómio tem dois alicerces: por um lado, a relação inflação-atividade, e por outro o vínculo atividade-taxas de juro. Para incorporar o ciclo financeiro à análise, manteremos a primeira etapa intacta e adicioná-lo-emos à segunda⁴. Ou seja, haverá duas explicações possíveis

1. A taxa de juro natural é aquela que equilibra a procura e a oferta de poupança e permite que a atividade cresça de acordo com o potencial da economia e com uma inflação estável. Ver o artigo «A queda secular das taxas de juro: uma dinâmica global» neste mesmo Dossier. Além disso, apresentamos uma análise completa da taxa de juro natural e as causas do seu declínio no Dossier «O futuro das condições financeiras: mudança de paradigma?» no IM02/2019.

2. Juselius, M. *et al.* (2017). «Monetary Policy, the Financial Cycle, and Ultra-Low Interest Rates». International Journal of Central Banking. Agradecemos a Mikael Juselius por partilhar connosco uma versão do código com o qual desenvolveram a análise econométrica.

3. Como a de Holston *et al.* (2017). «Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants». Journal of International Economics 108, supplement 1 (maio): S39–S75.

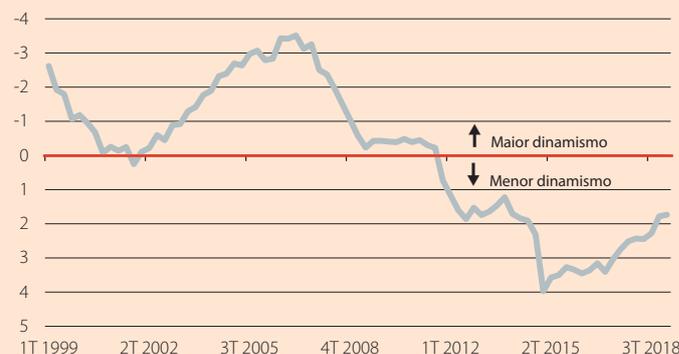
4. Analiticamente, representamos a inflação, o *output gap* e o ciclo financeiro com π , \tilde{y} , \tilde{lev} e inferimos a taxa de juro natural r^* a partir da estimativa do seguinte sistema de equações, com dados para a Zona Euro entre 1999 e o presente:

$$\begin{aligned}\pi_t - \pi^* &= \alpha_\pi (\pi_{t-1} - \pi^*) + \alpha_y \tilde{y}_t + \varepsilon_{\pi t} \\ \tilde{y}_t &= \beta_y \tilde{y}_{t-1} - \beta_r (r_t - r^*) - \beta_{lev} \tilde{lev}_t + \varepsilon_{y t} \\ \tilde{lev}_t &= \delta_{lev} \tilde{lev}_{t-1} + \delta_r (r_t - r^*) + \delta_d \tilde{dsr}_{t-1} + \varepsilon_{l t}\end{aligned}$$

A primeira equação permite-nos inferir o *output gap* a partir da taxa de inflação observada, e a segunda permite inferir a taxa de juro natural a partir do *output gap* e o ciclo financeiro observado. Ou seja, reproduzimos com dados da Zona Euro o exercício que Juselius *et al.* (2017) realizaram para os EUA. A descrição completa da metodologia estatística pode ser encontrada no seu artigo, onde é apresentado o sistema completo, que é um pouco mais extenso (por exemplo, desenvolve o papel do peso da dívida, \tilde{dsr} , que aqui não detalhamos). Para estimar r^* na ausência do ciclo financeiro, impomos $\beta_{lev} = 0$ e ignoramos a terceira equação.

Zona Euro: indicador do ciclo financeiro *

(p. p.)



Nota: * Desvio em relação à média histórica do rácio entre o crédito ao setor privado não financeiro e os ativos não financeiros totais deste setor. Como em Juselius *et al.* (2017), os valores negativos (positivos) na expansão (recessão) refletem que os preços dos ativos crescem (caem) mais rapidamente do que o crédito.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Central Europeu e do Banco de Pagamentos Internacionais.

para os desvios da atividade em relação ao seu potencial: o quão acomodatória ou restritiva é a política monetária (isto é determinado pela diferença entre a taxa de juro real observada e a taxa de juro natural) e o estado do ciclo financeiro.

Como medimos o ciclo financeiro da Zona Euro? Dado que reproduzimos as estimativas da taxa de juro natural dos EUA de Juselius *et al.* (2017), basear-nos-emos no mesmo indicador que estes autores usam: a alavancagem do setor privado não financeiro⁵. Como é possível observar no primeiro gráfico, este indicador desenha um ciclo razoável para a Zona Euro: o ciclo financeiro passou por uma fase de expansão em 2002-2008, seguida de uma correção após as crises financeira e da dívida soberana e, nos últimos anos, recuperou por intermédio da consolidação da recuperação económica.

Como muda a história?

A nossa reavaliação da taxa de juro natural da Zona Euro (ver os detalhes técnicos na nota de rodapé número 4) mostra que o ciclo financeiro é importante. De facto, a mensagem é semelhante à oferecida por Juselius *et al.* (2017) para os EUA: a taxa de juro natural continua a mostrar uma tendência negativa de queda quando é tido em conta o ciclo financeiro (confirmando a visão de consenso entre os economistas), mas o seu declínio é menor e mais suave (ver o segundo gráfico)⁶.

Para perceber como a estimativa da taxa de juro natural muda com e sem o ciclo financeiro, é preciso dar um passo atrás e observar algo que, à primeira vista, pode parecer contraditório: no terceiro gráfico, vemos que o hiato de produção da Zona Euro (ou seja, a distância entre o crescimento observado e o seu ritmo potencial) que estimamos em ambos os casos é muito semelhante.

Zona Euro: hiatos de produção



Nota: As duas séries foram normalizadas para terem uma média igual a 0 e um desvio padrão igual a 1.
Fonte: BPI Research.

natural mais elevada quando consideramos o ciclo financeiro). Por outro lado, nos últimos anos, o ciclo financeiro ainda está em fase de recuperação. Portanto, observamos uma taxa de juro natural mais elevada neste período, o que indica que a política monetária tem sido mais expansiva, compensando o menor dinamismo do ciclo financeiro.

Em suma, o ciclo financeiro ajuda-nos a ter uma visão mais rica e ponderada do comportamento da taxa de juro natural. Embora esta última mantenha uma tendência de queda tanto nos EUA como na Zona Euro, encontramos diferenças significativas de nível, o que levanta a questão sobre até que ponto os bancos centrais calibraram bem as suas taxas de juro de referência. Isto convida-nos a refletir sobre o rumo da política monetária, um assunto que abordamos no seguinte artigo deste Dossier.

Zona Euro: taxa de juro natural



Fonte: BPI Research.

quando é tido em conta o ciclo financeiro (confirmando a visão de consenso entre os economistas), mas o seu declínio é menor e mais suave (ver o segundo gráfico)⁶.

No entanto, na realidade é razoável que o hiato de produção seja semelhante: o ciclo financeiro não possui um papel direto na relação inflação-atividade, dado que não modificamos a primeira etapa do trinómio⁷. Por outro lado, a grande diferença assenta nos fatores que movimentam o hiato de produção: se ignorarmos o ciclo financeiro, as suas flutuações deverão ser totalmente transmitidas para a taxa de juro natural (razão pela qual é mais volátil quando é ignorada). Por exemplo, se ignorarmos o ciclo financeiro, a dupla recessão da Zona Euro (2008-2009 e 2011-2013) evidencia uma queda acentuada e dupla da taxa de juro natural. No entanto, se considerarmos o ciclo financeiro, vemos que o mesmo explica uma parte importante da dupla recessão e que a queda da taxa de juro natural ao longo da crise é muito mais gradual.

Além disso, existem outros dois períodos interessantes nos quais, considerando o ciclo financeiro, descobrimos que a taxa de juro natural era mais alta do que parecia. Por um lado, nos anos 2002-2005, não só a atividade experimentou uma expansão dinâmica (que por si só já indica uma política monetária acomodatória): o mesmo ocorreu com o ciclo financeiro, fazendo indicar que a política monetária foi ainda mais flexível do que pensávamos (isto reflete-se numa taxa de juro

5. Especificamente, utilizamos o rácio entre o crédito ao setor privado não financeiro e o valor dos ativos não financeiros deste setor (no seu desvio em relação à média histórica).

6. As taxas de juro naturais apresentadas neste artigo para a Zona Euro diferem das de Holston *et al.* (2017) referidas no artigo «A queda secular das taxas de juro: uma dinâmica global» deste Dossier. Isto reflete pequenas diferenças metodológicas entre os dois métodos e ilustra a incerteza em torno destas estimativas, um aspeto que abordamos com maior profundidade no último artigo deste Dossier, «A incerteza causada pela taxa de juro natural».

7. O papel informativo da inflação poderia ser diferente ao incluir o ciclo financeiro se as novas estimativas indicassem valores muito diferentes para α_y . No entanto, nas nossas estimativas, α_y não muda substancialmente.

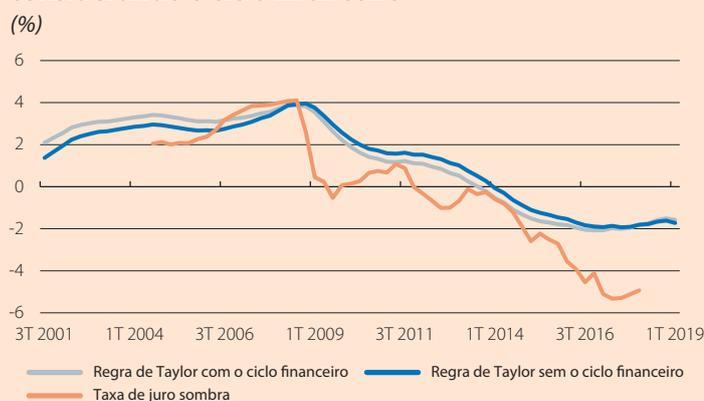
A política monetária deve reagir ao ciclo financeiro? Algumas reflexões e respostas possíveis

Até que ponto a política monetária deve reagir ao ciclo financeiro, naquilo que se denomina *leaning against the wind* ou «andar contra o vento»? Esta questão provocou intermináveis debates acalorados entre os principais economistas e também estará presente nas discussões em torno das análises estratégicas que estão a ser realizadas pelos principais bancos centrais. O dilema é bem conhecido: se a política monetária reagir ao ciclo financeiro para tentar acomodá-lo e as flutuações financeiras forem mais suaves, isto afeta a evolução da atividade e a inflação.

Um artigo recente dos economistas de prestígio Gourio, Kashyap e Sim¹ fez com que as teses mais favoráveis a considerar o ciclo financeiro ganhassem terreno. Na sua investigação, os autores mostram que, na maior parte das análises sobre a política monetária ideal, não era considerado o impacto potencialmente muito elevado que as crises financeiras podem ter sobre o PIB. Também era obviado o facto de a política monetária ser uma ferramenta poderosa para amenizar o impacto negativo do ciclo financeiro em tempos de crise. Especificamente, em economias onde a má atribuição de crédito pode criar *choques* financeiros, os

autores mostram que podem ser obtidos ganhos significativos de bem-estar na sociedade com a inclusão do ciclo financeiro na política monetária. Especificamente, uma política monetária que, quando ocorre um *boom* financeiro, se antecipe à crise posterior e aumente as taxas de juro, permite reduzir a probabilidade de uma grave crise financeira (ao prever possíveis bolhas financeiras), impedir que empresas menos produtivas capturem boa parte do crédito e limitar o apetite pelo risco. Estes ganhos são especialmente importantes se as perdas económicas resultantes de uma crise financeira forem elevadas.

Zona Euro: regras da política monetária considerando o ciclo financeiro



Nota: A taxa de juro da regra de Taylor com o ciclo financeiro foi obtida tal como definimos na nota 2 do artigo. A regra de Taylor sem o ciclo financeiro usa as medidas de *output gap*, inflação e taxa de juro natural padrão sem considerar o ciclo financeiro. A taxa de juro sombra foi calculada a partir da relação histórica entre a taxa de juro *refi* oficial e um conjunto de variáveis monetárias que observaríamos no contexto ambiente atual se a mesma não estivesse ancorada em 0%.

Fonte: BPI Research.

das famílias e das empresas em relação aos seus rendimentos. A intuição é que uma fatura de juros baixa incentive as famílias e as empresas a contrair mais empréstimos, acabando por afetar o PIB e as condições macrofinanceiras da economia, razão pela qual é lógico incluí-la na regra de política monetária². Chamamos à taxa de juro que considera o ciclo financeiro como «taxa de juro com uma regra de Taylor aumentada» e comparamo-la com a taxa de juro sombra e a taxa de juro derivada de uma regra de Taylor tradicional. A taxa de juro sombra não é mais do que a taxa de juro *refi* observaríamos se não estivesse ancorada em 0%, ou seja, se refletisse as medidas não convencionais do BCE como os programas de expansão quantitativa (QE)³.

Os resultados não deixam margem para dúvidas: nos anos de *boom* da década de 2000, a taxa de juro com uma regra de Taylor aumentada estava claramente acima da taxa de juro sombra e também da taxa de juro com uma regra de Taylor tradicional. O motivo é que foram anos de ebulição financeira nos quais o hiato da dívida estava em terreno negativo (ou seja, a fatura de juros era modesta), o que incentivou o endividamento e desta forma provocou um sobreaquecimento da economia. Este *boom* deveria ter feito com que a política monetária estabelecesse taxas de juro mais elevadas para acalmar o ciclo financeiro. De facto, o esta-

1. Gourio, F., Kashyap, A. K. e Sim, J. W. (2018). «The trade offs in leaning against the wind». *IMF Economic Review*, 66(1), 70-115.

2. Especificamente, $i_t^{Taylor\ Finance-Neutral} = \rho(i_{t-1}^{Taylor\ Finance-Neutral}) + (1-\rho)[(r_{t-1}^{n,Finance\ Neutral} + \pi^*) + 1,5(\pi_{t-1} - \pi^*) + 0,5\tilde{y}_{t-1} - 0,75\tilde{DSR}_{t-1}]$, onde $\rho = 0,9$ é o parâmetro de regularização, $r_t^{n,Finance\ Neutral}$ é a taxa de juro natural estimada de acordo com o modelo de Juselius *et al.* (2017), π_t é a taxa de inflação subjacente atual, $\pi^* = 2\%$ é a meta de inflação, \tilde{y}_t é a medida do hiato de produção com o ciclo financeiro obtido no artigo anterior e \tilde{DSR}_t é o desvio do rácio da *debt service* (carga da dívida) em relação à sua média histórica.

3. Para obter mais informações sobre as taxas de juro sombra e a metodologia utilizada por Wu e Xia para as calcular, consulte o Focus «Descobrimo a política monetária na sombra» na IM02/2016.

belecimento de taxas de juro mais elevadas poderia ter ajudado a reduzir o preço dos ativos e, neste sentido, conter a alavancagem e o apetite excessivo pelo risco durante aqueles anos.

Por outro lado, em período de crise, a inclusão do ciclo financeiro permitiria uma melhor medição da debilidade da economia, o que ajudaria a entender porque é que taxas de juro mais baixas do que as prescritas pela regra de Taylor tradicional poderiam ser adequadas. Finalmente, nos últimos anos, incluir o ciclo financeiro no regime de Taylor levar-nos-ia a taxas de juro de referência mais elevadas do que a taxa de juro sombra. Portanto, na realidade, parece que as taxas de juro – de acordo com o sugerido pela taxa de juro sobre – situaram-se em níveis muito acomodaticios. De facto, com um *output gap* que progressivamente tem vindo a fechar e uma pequena recuperação de crédito após uma desalavancagem posterior à crise bem-sucedida, não é de surpreender que a incorporação do ciclo financeiro determine taxas de juro mais elevadas e que, de facto, já teriam começado a subir.

Definitivamente, não ter em consideração o ciclo financeiro implica taxas de juro inferiores às desejáveis em tempos de expansão económica, o que acaba por acelerar a chegada de uma crise posterior e agrava os seus efeitos. Esses efeitos fazem com que os bancos se vejam obrigados a descer abruptamente as taxas de juro. A lição a tirar é que taxas de juro muito baixas no presente também geram taxas de juro baixas no futuro, criando um círculo vicioso. Por outro lado, levar em consideração o ciclo financeiro e não ficar deslumbrado pelos (aparentes) benefícios das fases de expansão é essencial (em combinação com políticas macroprudenciais relevantes) para uma gestão mais equilibrada da política monetária.

A incerteza causada pela taxa de juro natural

A taxa de juro de equilíbrio ou natural é uma referência fundamental para determinar se a política monetária de um banco central é acomodatória (taxas de juro oficiais mais baixas do que a natural) ou restritiva (taxas de juro acima da natural). No entanto, uma desvantagem da taxa de juro natural é que a mesma não é diretamente observável nos dados, devendo ser estimada a partir de modelos económicos. O problema é que os resultados da estimativa dependem das variáveis incluídas no modelo e quais são as relações assumidas entre elas. Se forem omitidas variáveis importantes ou se as relações estiverem incorretas, as informações fornecidas pela taxa de juro natural podem não ser totalmente precisas. Por outras palavras, a estimativa numérica da taxa de juro natural está rodeada por uma elevada incerteza.

O artigo «O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de narrativa?» é de certa forma um sinal desta incerteza, ao afirmar que a visão da taxa de juro natural muda quando enriquecemos os nossos modelos com o ciclo financeiro. Continuamos a observar um declínio nas taxas de juro, mas mais contido e ligeiro. De facto, a incerteza é elevada, inclusivamente dentro do mesmo modelo. Isto é possível observar mediante a margem de erro na estimativa de referência para a taxa de juro natural dos EUA realizada por Holston *et al.* (2017)¹. Como é possível observar no primeiro gráfico, existe uma clara tendência de queda, mas não podemos determinar o nível da taxa de juro natural com grande precisão. De facto, esta imprecisão é um reflexo da incerteza que envolve as relações tradicionais entre taxas de juro, atividade e inflação, que servem para estimar o tipo de equilíbrio, mas que às vezes são frágeis e nem sempre são observadas nos dados.

Diferença de produção da Zona Euro: estimativas em vários cenários para as expectativas de inflação



Nota: Estimativas baseadas no modelo apresentado no artigo «O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?» deste mesmo Dossier, considerando o ciclo financeiro e sob várias suposições iniciais sobre qual é a inflação a longo prazo da Zona Euro.

Fonte: BPI Research.

da de 1,5% num mundo onde aspiramos atingir os 2% (inferiremos que a atividade possui margem para recuperar e pressionar mais os preços) do que num mundo onde a meta de inflação é de 1% (neste caso, os 1,5% poderiam ser vistos como uma pressão excessiva sobre os preços e um sintoma de sobreaquecimento da atividade).

EUA: incerteza em torno da taxa de juro natural real



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Holston, Laubach e Williams (2017).

Por outro lado, também podemos jogar com as nossas próprias estimativas para mostrar a instabilidade dos resultados. Especificamente, o modelo para calcular a taxa de juro natural requer que o ajudemos com suposições iniciais sobre as diferentes variáveis que queremos estimar. Uma destas variáveis é a taxa de inflação que deve vigorar a longo prazo. Normalmente é de 2% (conforme indicado pelas metas de inflação da Fed e, em termos gerais, do BCE), sendo que alimentamos o modelo com esta suposição razoável. Contudo, poderíamos ter indicado uma inflação a longo prazo mais baixa, de 1% por exemplo. Os resultados não deveriam necessariamente mudar (o modelo revê os nossos apriorismos com dados e poderia concluir que a longo prazo a inflação é de 2%), mas o que acontece é que de facto mudam. Primeiro, obtemos um hiato de produção mais elevado do que o suposto inicialmente de 2% para a inflação a longo prazo (ver o segundo gráfico). As implicações não são triviais: intuitivamente, não é o mesmo avaliar uma inflação observa-

1. Holston, K., Laubach, T. e Williams, J. C. (2017). «Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants». *Journal of International Economics*, 108, S59-S75.

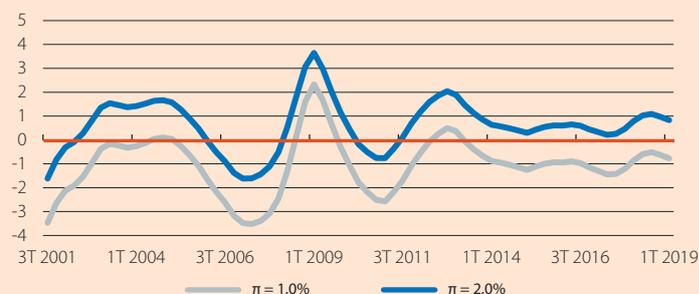
Em segundo lugar, sob a suposição de 2%, no artigo «O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de narrativa?» afirmámos que a política monetária é mais acomodatória do que parece quando levamos em consideração o ciclo financeiro (ou seja, obtemos uma maior taxa de juro natural). No entanto, esta conclusão inverte-se sob a suposição de uma taxa de juro a longo prazo de 1%: o último gráfico mostra como atualmente a diferença entre a taxa de juro natural estimada com o ciclo financeiro e a taxa de juro natural convencional (sem ciclo financeiro) é positiva sob a suposição de 2% e negativa no cenário de 1%.

A robustez diminuta dos resultados é corroborada por Beyer e Wieland (2019)², que também mostram que as estimativas da taxa de juro natural são instáveis e variam em função de pequenas mudanças metodológicas, como ajustamentos nos dados (alterações na amostra temporária ou a utilização do produto nacional bruto em vez do PIB), diferentes formas funcionais ou, como acabámos de ilustrar com a inflação, diferentes suposições de base.

Em suma, a taxa de juro natural é um conceito-chave para a política monetária, mas a sua estimativa está repleta de dificuldades. O que devemos fazer? O debate está lançado, e um episódio simpático da vida de Kenneth Arrow, Nobel da Economia, aborda este dilema com humor. Na Segunda Guerra Mundial, uma das tarefas de Arrow era verificar as previsões meteorológicas que ocorreriam no prazo de um mês. Ao descobrir a pouca fiabilidade das mesmas, transmitiu a sua preocupação para os oficiais superiores. A resposta: «O comandante-geral está plenamente consciente da ineficácia das previsões. No entanto, ele precisa das mesmas por razões de planificação».

Taxa de juro da Zona Euro: estimativas em vários cenários para as expectativas de inflação

Diferença entre a taxa de juro que considera o ciclo financeiro e a que não considera em cada cenário de inflação (p. p.)



Nota: Estimativas baseadas no modelo apresentado no artigo «O ciclo financeiro e a era das taxas de juro baixas: mudança de discurso?» deste mesmo Dossier, considerando o ciclo financeiro e sob várias suposições iniciais sobre qual é a inflação a longo prazo da Zona Euro. Os valores positivos correspondem a uma taxa de juro natural que considera o ciclo financeiro superior à taxa de juro natural que não o faz.
Fonte: BPI Research.

2. Beyer, R. C. e Wieland, V. (2019). «Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates». Journal of International Money and Finance, 94, 1-14.

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., 2020

© CaixaBank, S.A., 2020

Design e produção: www.cegegglobal.com

