

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2020



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
A nova estratégia da Fed

ECONOMIA INTERNACIONAL
A fragilidade macroeconómica das taxas de juro

ECONOMIA ESPANHOLA
Evolução da desigualdade em tempo real: impacto da reativação económica

DOSSIER: O AUMENTO DA DÍVIDA EM TEMPOS DE PANDEMIA: COMO ENFRENTAR?

O peso da dívida da COVID-19

O que fazer perante grandes aumentos da dívida pública? Uma retrospectiva histórica

Dívida pública europeia a médio prazo: sustentabilidade e desafios

A política monetária perde eficácia quando as economias estão mais endividadas?

INFORMAÇÃO MENSAL

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

Javier Garcia-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de setembro de 2020

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *A nova estratégia da Fed*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *A fragilidade macroeconómica das taxas de juro*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

22 ECONOMIA ESPANHOLA

24 *Evolução da desigualdade em tempo real: impacto da reativação económica*

26 *Planos de pensões de emprego: uma opção que abre o seu caminho*

29 DOSSIER: O AUMENTO DA DÍVIDA EM TEMPOS DE PANDEMIA: COMO ENFRENTAR?

29 *O peso da dívida da COVID-19*

31 *O que fazer perante grandes aumentos da dívida pública? Uma retrospectiva histórica*

33 *Dívida pública europeia a médio prazo: sustentabilidade e desafios*

35 *A política monetária perde eficácia quando as economias estão mais endividadas?*

A oportunidade do Plano de Recuperação para Portugal

Não é demais repetir que o plano de recuperação Next Generation EU (NGEU) constitui uma oportunidade única para Portugal. Se fizermos bem as coisas, o nosso país pode receber 31 mil milhões de euros nos próximos anos¹, metade em transferências não reembolsáveis e a outra metade em empréstimos. Esse montante equivale a cerca de 14,6% do PIB do ano passado, ou seja, pode representar um fluxo de recursos da ordem de 2,4% do PIB ao ano durante seis anos (esperemos mais no início, quando são mais necessários, e menos no final). Ainda que se opte apenas pelas subvenções, como o Governo tem vindo a referir, representa cerca de 2,5 mil milhões de euros por ano, cerca de 1,2% do PIB de 2019. Acrescem ainda as transferências recebidas, não reembolsáveis, no âmbito do Quadro Financeiro Plurianual 2021-27 bem como a restante execução do Portugal 2020. Tudo somado, excluindo a fatia de empréstimos, são cerca de 57,9 mil milhões de euros não reembolsáveis, correspondentes a 27,3% do PIB de 2019. É um volume grande e suficiente para sustentar a recuperação económica no curto prazo, mas também um grande incentivo para transformar a nossa economia no longo prazo. Não é demais repetir que estamos perante uma oportunidade única para relançar, reformar e modernizar a economia portuguesa. Os nossos parceiros comunitários vão certamente fazê-lo e corremos mais uma vez o risco de perder terreno no plano estrutural e de competitividade. Importa que tal não aconteça, pois é uma oportunidade única para reforçar a convergência e promover a melhoria do nível de vida de toda a população.

Para que devem ser utilizados os fundos europeus? Que reformas devem acompanhar os diferentes projetos? Essas são duas questões nas quais vale a pena trabalhar em profundidade e detalhes e insistir, apesar do muito que se tem escrito sobre isto. As linhas que se seguem pretendem apenas apontar cinco objetivos que devem ser perseguidos, alguns deles incluídos já na Proposta de Orçamento de Estado para 2021. As melhores medidas podem atender vários desses objetivos ao mesmo tempo porque, como vários exemplos mostram, eles não estão necessariamente em conflito.

1. Impulsionar a recuperação de curto prazo. Com uma queda do PIB projetada para este ano próxima de 10%, é necessário identificar projetos com capacidade de tração em diversos setores e territórios e intensivos na geração de empregos. A construção é um dos setores que pode atender a essas características e, portanto, ser protagonista. A reabilitação de habitações, a promoção do arrendamento habitacional a preços acessíveis e, no domínio das infraestruturas, as redes de transporte urbano ou ferroviário de mercadorias são exemplos de projetos que podem ser promovidos.

2. Apoiar os setores mais afetados por esta crise e em simultâneo, resolver (ou pelo menos, reduzir) deficiências estruturais, nomeadamente a fraca capitalização das empresas, promovendo um setor privado mais forte e resiliente. O setor de turismo é o caso mais óbvio. É também um setor em que sabemos que Portugal continuará a ter vantagem competitiva quando superarmos a pandemia. Façamos todo o possível para estar preparados para o seu regresso. Para este setor – e outros – deveríamos estar atentos a propostas que têm surgido por parte de alguns estados membros para apoiar a recapitalização das empresas. A alteração do enquadramento dos auxílios estatais proposta pela Comissão Europeia proporcionará também a oportunidade de apoiar os setores mais afetados, já fortemente endividados, com transferências não reembolsáveis².

3. Promover a transição ecológica e a transformação digital. A Comissão Europeia destacou, com razão, estas áreas, pois são dois desafios que irão moldar o futuro da nossa economia. Temos que investir não apenas na adaptação – por exemplo, com a melhoria da eficiência energética das residências ou na digitalização da saúde e das escolas –, mas em tentar ser protagonistas dessas transformações, promovendo a investigação e a transferência de tecnologia e conhecimento entre universidade e empresa.

4. Melhorar a produtividade de forma sustentável. Claro que para tal é preciso investigar mais, mas também é fundamental a melhoria da formação em geral, desde a educação infantil, a escolaridade obrigatória, a formação profissional ou a formação contínua de trabalhadores. No mercado de trabalho, sabemos que Portugal precisa de melhorar as políticas ativas de emprego e reduzir a dualidade. É também um bom momento para repensar todas aquelas normas e procedimentos (tributários, laborais, etc...) que penalizam o crescimento das empresas e pesam no ambiente de negócios.

5. Desenvolver uma estrutura de governo apropriada para a execução do plano de recuperação. Este ponto é fundamental. A seleção e o acompanhamento dos projetos devem ser baseados em critérios rigorosos, com avaliações profissionais. Neste âmbito da governação, também podem ser incluídas todas as reformas que visam o fortalecimento da Administração pública, que deve ganhar flexibilidade, agilidade e capacidade técnica. Tudo isso será necessário para garantir a eficiência na seleção e execução de projetos em coordenação com o setor privado.

O NGEU é um plano que nasceu da confiança entre os países membros da UE e as instituições europeias, embora saibamos que alguns países tiveram as suas dúvidas. Nos próximos anos, muito estará em jogo. Entre o mais importante, ser ou não ser merecedor dessa confiança. Para Portugal é sobretudo uma oportunidade irrepetível de sairmos definitivamente da cauda da Europa se o Plano for apropriadamente gerido e seriamente executado.

Paula Carvalho
7 de outubro de 2020

1. Fonte: Apresentação do Plano de Recuperação e Resiliência, Governo de Portugal.

2. Está em análise a possibilidade de prolongamento do quadro temporário de apoio pelos Estados às empresas até junho de 2021, bem como a possibilidade de alargar o seu âmbito.

Cronologia

AGOSTO 2020

- 27** A Fed atualiza o quadro estratégico da política monetária e anuncia que perseguirá uma taxa de inflação média de 2%, tolerando temporariamente uma inflação mais elevada após períodos com inflação abaixo de 2%.

JUNHO 2020

- 4** O BCE aumenta a dotação do programa de compras contra a COVID-19 (PEPP) em 600.000 milhões de euros (para 1,35 biliões), prolonga a sua duração até meados de 2021 e anuncia um programa de reinvestimentos para o PEPP até ao final de 2022.

SETEMBRO 2020

- 25** O Conselho Europeu aprova a concessão de 87.400 milhões de euros em empréstimos SURE a 16 estados-membros. Portugal receberá 5.900 milhões.
- 28** A contagem oficial de falecimentos por COVID-19 ultrapassa, no mundo inteiro, 1 milhão de pessoas.

JULHO 2020

- 21** O Conselho Europeu aprova um plano de recuperação contra a COVID-19 de 750.000 milhões de euros (360.000 em empréstimos e 390.000 em transferências), que será financiado com dívida emitida pela UE.

MAIO 2020

- 2** O Governo de Portugal decreta o fim do estado de emergência.
- 5** O Tribunal Constitucional da Alemanha determina que o PSPP (programa de compras de dívida pública que o BCE tem vindo a implementar desde 2015) não considera devidamente o princípio de proporcionalidade e solicita uma análise dos seus custos e benefícios num prazo de três meses.
- 27** A Comissão Europeia propõe um plano de recuperação no qual se destaca um fundo de 750.000 milhões de euros financiado através da emissão de dívida por parte da própria Comissão no qual 500.000 euros seriam distribuídos entre os países da UE sob a forma de transferências (não reembolsáveis).

Agenda

OUTUBRO 2020

- 1** Portugal: taxa de incumprimento (2T).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 8** Portugal: volume de negócios na indústria (agosto).
- 12** Portugal: volume de negócios nos serviços (agosto).
- 15** Espanha: contas financeiras (2T).
- 15-16** Conselho Europeu.
- 20** Portugal: carteira de crédito (agosto).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 23** Portugal: indicadores coincidentes de atividade (setembro).
- 27** Espanha: inquérito de população ativa (3T).
- 29** Espanha: previsão do IPC (outubro).
Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
EUA : PIB (3T).
- 30** Espanha: previsão do PIB (3T).
Zona Euro: PIB (3T).

NOVEMBRO 2020

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
Portugal: emprego (3T).
- 4-5** Comité Monetário da Fed.
- 6** Espanha: produção industrial (setembro).
- 9** Portugal: comércio internacional (setembro).
- 13** Portugal: previsão do PIB (3T).
- 16** Japão: PIB (3T).
- 18** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 20** Portugal: *rating* Fitch.
Portugal: indicadores coincidentes de atividade (outubro).
- 24** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 27** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
- 30** Espanha: previsão do IPC (novembro).

Diferenças entre países

O vírus não distingue entre pessoas e países estando, portanto, a pandemia a ser global e a recessão económica também. No entanto, existem diferenças significativas entre os países, tanto no âmbito da saúde como no âmbito económico. Os países que estão a conseguir controlar melhor a pandemia mostram uma recuperação económica mais robusta.

A nível global, destaque para a evolução positiva da China, que neste momento conteve a pandemia sem ter de aplicar medidas muito restritivas à mobilidade. Isto tem permitido uma recuperação significativa da atividade, sendo que as vendas a retalho, a produção industrial e as exportações já apresentam taxas de crescimento positivas em termos homólogos.

Em contrapartida, os países desenvolvidos estão a ter mais dificuldade em conter a pandemia. Na verdade, muitos deles estão a entrar numa segunda vaga de infeções, forçando novas restrições à mobilidade. Ainda é muito cedo para avaliar o impacto das novas medidas mas alguns indicadores de confiança empresarial, como os índices PMI europeus, sugerem já uma desaceleração do ritmo da recuperação. O estado de espírito nos mercados financeiros também mudou com a nova vaga de contágios. A aversão ao risco reapareceu em setembro, a procura por ativos de refúgio aumentou e as perdas impuseram-se aos ativos mais sensíveis ao ciclo económico, como as bolsas e as matérias-primas.

Contudo, entre os países desenvolvidos, as diferenças também são significativas. A Alemanha é uma das que melhor resistiu à crise. Está a ser capaz de conter a segunda vaga sem ter de aplicar medidas excessivamente restritivas, o que se está a traduzir numa menor deterioração da economia e também numa recuperação mais rápida. Do lado oposto, a economia espanhola é a que mais está a sofrer. Durante o mês de setembro, destaque para a variação de tendência dos dados internos do CaixaBank sobre as despesas com cartões. Em Portugal, também é possível detetar já alguns sinais de arrefecimento: a confiança dos consumidores recuou em setembro e as vendas de automóveis acentuaram a queda homóloga, movimento que agravou nos primeiros dias de outubro.

Estamos confiantes que as medidas de contenção irão impedir o regresso a uma situação como a que vivemos na passada primavera. No entanto, a situação de grande incerteza em que previsivelmente nos manteremos, aliada às restrições à mobilidade que terão de ser tomadas nas regiões onde ocorrerem os surtos, limitarão significativamente a capacidade de recuperação da atividade econó-

mica nos próximos meses. Assim, até ao final deste ano prevemos que o PIB ainda se irá manter 6,1 p.p. abaixo do nível anterior à crise na Zona Euro, 11,2 p.p. em Espanha e 9,9 p.p. em Portugal.

Além de melhorar a gestão preventiva da pandemia, para a qual existe claramente margem em muitos países, não será até que possamos efetuar testes rápidos e fiáveis em massa e recorrentes – e em última análise até termos uma vacina eficaz – que o ritmo de recuperação possa acelerar significativamente. Esperamos que estes catalisadores entrem em ação no próximo ano e que, portanto, o nosso cenário de previsão integre uma recuperação bastante significativa e generalizada da atividade económica em 2021, com taxas de crescimento desde os 5,1% nos EUA, aos 6,6% na Zona Euro, 5,9% em Portugal e 8,6% em Espanha.

Estes números são significativos mas não serão suficientes para levar a atividade económica para níveis anteriores à crise. O longo período de tempo que a economia terá de viver sob a pressão do vírus acabará por deixar marcas. Muitas empresas terão que encerrar permanentemente, apesar dos múltiplos programas de ajuda que foram implementados, e muitas pessoas acabarão por perder os seus empregos.

Neste contexto, a curto prazo, é fundamental centrar todos os esforços para melhorar a gestão preventiva da pandemia. Esta é, sem dúvida, não só a melhor política de saúde a seguir, como também a melhor política económica. Ambas as políticas devem andar de mãos dadas, não existe um *trade off* entre elas.

Paralelamente, as ferramentas tradicionais de política económica devem estar totalmente operacionais. Do lado monetário a Fed já deixou claro que, sob o novo mandato, as condições financeiras permanecerão muito acomodáticas por mais tempo do que esperávamos. E no caso do BCE, embora as divergências de opiniões no seio do Conselho do BCE tenham voltado a aumentar, confiamos que nos próximos meses o banco central anuncie uma extensão das medidas de apoio.

Em relação à política fiscal, existe um vasto consenso de que devem ser tomadas medidas mais firmes. No entanto, para que esta vontade se traduza em ações efetivas será necessário um vasto consenso político, situação esta que se tornou mais difícil nos países afetados pela fragmentação política. Porém, a urgência deste momento que vivemos exige um esforço adicional. O sucesso desse empreendimento vai depender de que as diferenças entre os países se reduzam ou não.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,30	0,30	0,35
Libor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,60	0,60	0,70
Dívida pública 2 anos	3,70	0,80	2,68	1,63	0,30	0,30	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,58	2,83	1,86	0,95	1,00	1,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	-0,36	-0,46	-0,45	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,45	-0,45	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,45	-0,45	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,40	-0,40	-0,35
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,35	-0,35	-0,30
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,60	-0,50	-0,45
Dívida pública 10 anos	4,30	1,82	0,25	-0,27	-0,30	-0,15	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	0,06	0,22	0,26
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	0,21	0,38	0,44
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,60	0,65	0,70
Prémio de risco	11	178	117	71	90	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	0,17	0,33	0,38
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	0,39	0,53	0,59
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,65	0,75	0,80
Prémio de risco	19	353	147	67	95	90	80
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,18	1,20	1,22
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	125,40	128,40	130,54
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	98,97	112,38	109,25	106,27	107,00	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,91	0,91	0,90
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,77	0,76	0,74
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	42,0	55,0	60,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	35,6	45,8	49,2

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,6	2,9	-4,5	6,2	4,0
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,2	1,7	-6,5	5,4	2,9
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-5,3	5,1	3,9
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,2	-8,2	6,6	2,1
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,8	5,5	1,7
França	2,2	0,8	1,7	1,2	-11,5	7,9	2,7
Itália	1,5	-0,5	0,7	0,3	-10,8	7,2	1,6
Portugal	1,5	0,0	2,6	2,2	-10,0	5,9	3,4
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-12,5	8,6	3,7
Japão	1,5	0,5	0,3	0,7	-6,0	3,3	1,4
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-10,4	8,7	2,2
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,7	-3,3	6,6	4,8
China	10,5	8,3	6,6	6,1	2,0	8,0	4,6
Índia	9,7	6,9	6,8	4,9	-10,3	9,5	7,3
Indonésia	5,5	5,6	5,2	5,0	-1,0	4,0	5,0
Brasil	3,6	1,6	1,3	1,1	-7,0	3,2	2,4
México	2,4	2,1	2,2	-0,3	-10,0	3,5	2,2
Chile	5,0	3,0	4,0	1,1	-4,7	3,5	2,5
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	-5,5	3,5	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	-4,3	4,0	3,4
Polónia	4,0	3,4	5,2	4,1	-4,6	4,2	2,2
África do Sul	4,4	1,8	0,8	0,2	-10,4	3,4	5,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,6	3,6	3,0	3,0	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,5	1,5	1,7
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,2	2,2
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,2	0,8	1,4
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,5	0,9	1,5
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,4	0,9	1,4
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,2	0,6	1,2
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,1	0,9	1,3
Espanha	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,2	1,7	1,6
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,2	0,2
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,7	1,2	1,4
Países emergentes	6,7	5,7	4,8	5,0	4,4	4,2	4,3
China	1,7	2,5	2,1	2,9	2,4	2,6	3,4
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	4,2	4,1	4,7
Indonésia	8,4	5,5	3,3	2,8	2,0	4,4	4,4
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	2,6	3,3	4,0
México	5,2	4,2	4,9	3,6	2,5	2,5	3,5
Chile	3,1	3,4	2,7	2,3	2,9	3,1	3,3
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	3,1	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	11,8	10,4	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	2,8	2,7	2,7
África do Sul	5,3	6,1	4,6	4,1	3,9	4,2	4,4

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,1	2,9	2,2	-8,3	6,7	3,5
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,9	1,1	-0,2	2,3	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	5,8	6,7	-10,3	-1,7	4,1
Bens de equipamento	1,2	1,2	7,5	3,7			
Construção	-1,5	-4,4	4,6	9,0			
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,8	-7,7	4,6	3,0
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,5	3,7	-21,3	19,7	11,9
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,8	5,3	-16,2	15,6	10,8
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,6	2,2	-10,0	5,9	3,4
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,3	1,0	-3,9	-0,8	1,7
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,0	6,5	8,3	10,4	9,0
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,0	0,3	0,1	0,9	1,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,6	0,4	-0,1	-1,9	-1,0	-0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,4	0,9	-0,9	0,8	1,3
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-9,0	-4,0	-2,6

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	1,8	0,9	-12,1	8,6	2,9
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	3,1	1,6	1,3
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-17,3	13,7	4,0
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-25,9	9,1	4,0
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-18,1	14,1	4,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	2,8	1,5	-9,5	7,9	2,7
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-26,6	15,1	9,1
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-20,2	13,0	6,2
Produto interno bruto	3,7	0,3	2,4	2,0	-12,5	8,6	3,7
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	2,5	2,3	-8,5	0,4	3,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	17,5	18,9	16,3
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,2	1,7	1,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	1,2	2,3	8,1	-5,5	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,0	1,1	1,5	1,9
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,4	2,4	2,4	1,5	2,0	2,2
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,7	-2,5	-2,8	-12,8	-7,6	-5,4

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

Previsões

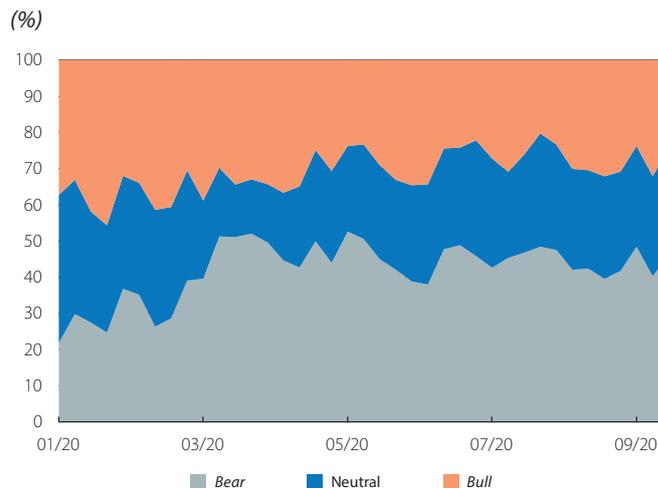
Os mercados financeiros deixam o otimismo do verão para trás

O sentimento do investidor inclina-se mais uma vez para a aversão ao risco. Após um verão em que os investidores mostraram otimismo com a reativação da atividade e com o apoio das políticas económicas, em setembro o sentimento mudou. O aumento dos casos de COVID-19, uma recuperação económica menos robusta e a falta de acordo no Congresso dos EUA em relação à nova ronda de estímulos fiscais diminuíram o apetite ao risco e afetaram os ativos mais associados ao ciclo económico. Assim, os principais índices bolsistas registaram quedas generalizadas e os preços das matérias-primas caíram, enquanto a procura por ativos de refúgio (como o dólar, o iene ou a dívida soberana alemã e norte-americana) aumentou. Contudo, a volatilidade nos mercados financeiros é agora muito mais moderada que em março e abril, em parte graças ao apoio contínuo dos principais bancos centrais. No entanto, num ambiente macroeconómico e financeiro muito exigente, dominado pela evolução da pandemia, a volatilidade permanece em níveis mais elevados que os anteriores ao surto pandemia, especialmente nos mercados de rendimento variável e de moedas.

As bolsas registam perdas que não eram observadas desde março. Neste contexto de aversão ao risco e de menor otimismo por parte dos investidores, os principais índices bolsistas internacionais caíram de forma generalizada, travando a recuperação iniciada em abril. A queda foi especialmente significativa nos EUA onde, há alguns meses, as cotações dos setores ligados à tecnologia e ao comércio eletrónico estavam em níveis anormalmente elevados. Assim, em setembro, a correção nas cotações das principais empresas destes setores afetou o S&P 500, que registou o seu primeiro mês com perdas desde março. Na Zona Euro as quedas foram menores, tendo-se verificado uma disparidade significativa entre as regiões. Enquanto na Alemanha a queda foi de cerca de 1%, na periferia os índices caíram entre 3% e 5%. Por sua vez, nas economias emergentes, o rendimento variável também sofreu perdas generalizadas embora, tal como tem sido habitual desde a chegada da COVID-19 à América Latina, a queda registada nos índices latino-americanos foi superior à observada na Ásia.

O dólar fortalece novamente e o euro vê parar a sua trajetória ascendente. Se no verão as principais moedas ganharam terreno face ao dólar, em setembro as piores expectativas dos investidores levaram a uma valorização das moedas consideradas como ativo de refúgio. Assim, o dólar valorizou 2% relativamente a várias das principais moedas, sendo que no caso do iene, a moeda japonesa chegou mesmo a valorizar relativamente ao seu câmbio-âncora com o dólar. Em contrapartida, as moedas das economias emergentes caíram de uma forma geral: as que mais sofreram foram o rublo russo e, tal como aconteceu em julho e agosto, a lira turca. Neste caso, desequilíbrios macroeconómicos acentuados e a falta de confiança dos investidores na capacidade das autoridades turcas de reverterem a crise económica empurraram a taxa de câmbio para novos mínimos em relação ao dólar. Por sua vez, o euro desfez parte do avanço que tinha registado

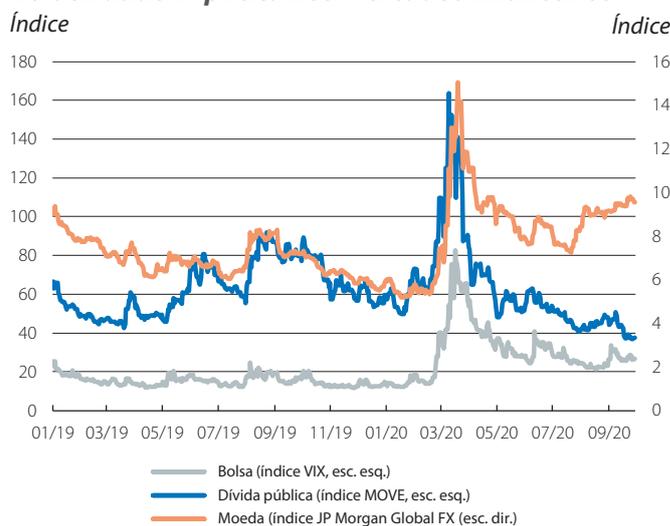
EUA: sentimento do mercado



Nota: Percentagem de investidores que responderam ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), pessimista (bear) ou neutral.

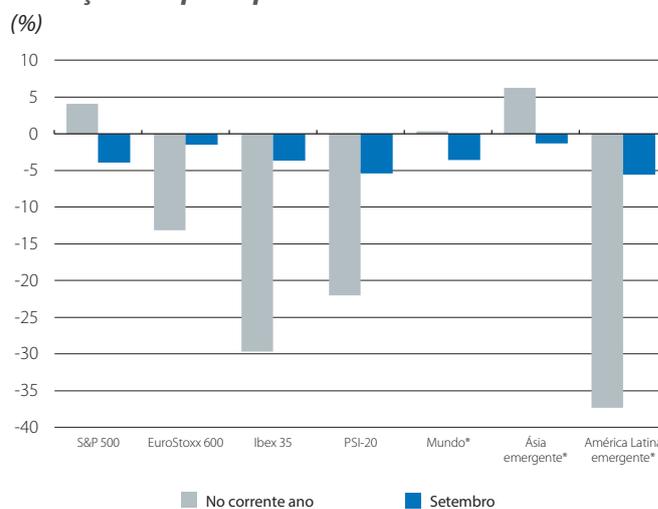
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Evolução dos principais índices bolsistas



Nota: * Índices MSCI.

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

desde o início de julho, quando o Conselho Europeu aprovou definitivamente o estímulo fiscal da Next Generation EU, situando-se acima dos 1,17 dólares por euro.

O BCE mantém a trajetória traçada em junho. A reunião de setembro do BCE decorreu sem grandes anúncios, com o Conselho do BCE (GC) a reafirmar a sua intenção de oferecer condições financeiras acomodáticas para apoiar a recuperação económica da Zona Euro. Esta continuidade responde a um desempenho da atividade nos últimos meses em linha com as projeções do BCE. Neste sentido, a apresentação das suas novas projeções macroeconómicas não trouxe grandes variações, embora tanto a queda do PIB prevista para 2020 como a recuperação em 2021 sejam agora mais moderadas. Relativamente à evolução dos preços, Lagarde destacou que não existe risco de deflação na Zona Euro, embora as pressões deflacionistas dominem o cenário. Em particular, a presidente do BCE revelou preocupação (mas também disparidade de opiniões entre os membros do CG) no respeitante ao impacto na inflação que a valorização do euro poderá ter nos últimos meses. Contudo, Lagarde garantiu que o BCE utilizará a totalidade do PEPP (1,35 biliões de euros) até junho de 2021 e que estará disposto a oferecer estímulos monetários adicionais, se for necessário.

A Reserva Federal ajusta a comunicação à sua nova estratégia. Depois de ter reajustado as suas metas de inflação e emprego no passado mês de agosto (ver o Focus "A nova estratégia da Fed" nesta edição da *Informação Mensal*), a Fed alterou a sua projeção sobre o primeiro aumento das taxas de juro para que fosse coerente com o novo quadro estratégico. Agora, após a reunião de setembro, a Fed garante que as taxas de juro permanecerão no nível atual pelo menos até ser alcançado o pleno emprego, até que a inflação esteja em 2% e que se mantenha moderadamente acima deste nível durante algum tempo. De acordo com o novo quadro macroeconómico, este primeiro aumento das taxas de juro não ocorrerá pelo menos até 2024. As novas projeções da Fed também indicam que os seus membros esperam agora um melhor desempenho da atividade, embora Jerome Powell continue a destacar a existência de riscos negativos. O presidente da Fed reiterou que o cenário económico é muito exigente, que a evolução da pandemia marcará o ritmo da recuperação e que a Fed atuará com todas as suas ferramentas, caso seja necessário.

As taxas de juro soberanas permanecem em níveis muito baixos. A política monetária excepcionalmente acomodática, que tanto o BCE como a Fed estão a oferecer, situa as taxas de juro soberanas dos EUA e da Alemanha em níveis muito baixos. Da mesma forma, durante o mês de setembro, o aumento da aversão ao risco fez descer ainda mais as taxas de juro soberanas consideradas ativos de refúgio, levando o *treasury* norte-americano e o *bund* alemão a cair 2 e 12 p.b., respetivamente. Por outro lado, os prémios de risco na periferia da Zona Euro reduziram novamente, permitindo que as taxas de juro soberanas de Espanha, Itália e Portugal se situassem em índices em torno dos níveis pré-pandémicos. Em Espanha, isto aconteceu apesar do facto da S&P Ratings ter alterado a perspetiva económica do *rating* soberano de estável para negativa, mantendo a nota de crédito em A (um e dois níveis ainda superiores acima da nota de crédito da Fitch e da Moody's, respetivamente).

Moedas internacionais face ao dólar

Índice (100 = 1 janeiro 2020)



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

Previsões macroeconómicas do BCE e da Reserva Federal

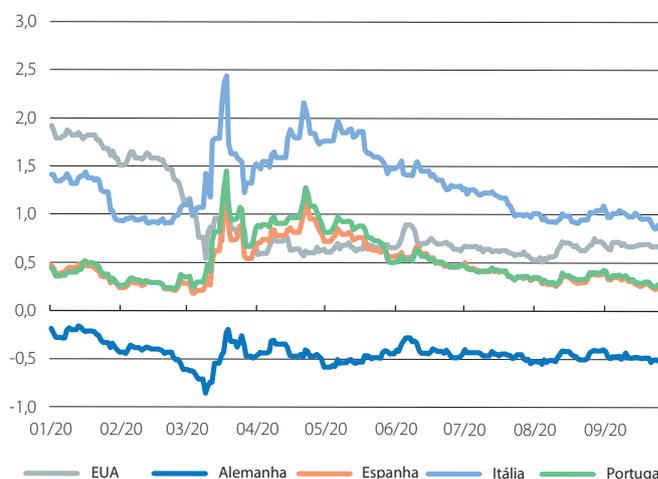
	2020	2021	2022
BCE			
PIB	-8,0 (-8,7)	5,0 (5,2)	3,2 (3,3)
Inflação	0,3 (0,3)	1,0 (0,8)	1,3 (1,3)
Reserva Federal			
PIB	-3,7 (-6,5)	4,0 (5,0)	3,0 (3,5)
Inflação	1,2 (0,8)	1,7 (1,6)	1,8 (1,7)
Taxa de desemprego	7,6 (9,3)	5,5 (6,5)	4,6 (5,5)
Taxa de juro oficial	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)

Notas: Entre parênteses, as previsões das reuniões de junho. Para o BCE, mostramos o cenário de base. Para a Fed, é apresentada a média dos membros do FOMC referindo-se à variação homóloga do 4T do ano correspondente.

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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos

(%)



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

A nova estratégia da Fed

Após de mais de um ano e meio de investigações e de debates, a Reserva Federal dos EUA acaba de alterar a estratégia que rege a sua política monetária. O objetivo visa acomodar-se a mudanças estruturais na economia, como a perda de dinamismo da produtividade, a menor sensibilidade da inflação sobre o desemprego (ou seja, o achatamento da curva de Phillips) ou a queda da taxa de juro natural. Com esta revisão, a Fed responde a estas dinâmicas na medida em que condicionam o seu espaço de atuação e, conseqüentemente, comprometem a ancoragem das expectativas de inflação¹.

O novo quadro que regerá a estratégia da Fed

O mandato da Fed (estabilidade de preços, emprego máximo e taxas de juro moderadas a longo prazo) não mudou, nem os seus objetivos. O que a Fed ajustou é a estratégia com a qual pretende atingir a meta de inflação de 2% e o máximo emprego. Em particular, a partir de agora perseguirá uma inflação média de 2% ao longo do tempo. Com esta nova estratégia, a Fed comprometeu-se a tolerar temporariamente taxas de inflação acima dos 2% para compensar os períodos em que a inflação estiver abaixo deste nível². A Fed também ajustou a sua avaliação da evolução do mercado ao longo do ciclo económico, destacando a importância de o manter o maior tempo possível no pleno emprego. Em contrapartida, no quadro anterior, a Fed temia pressões inflacionárias que pudessem surgir do mercado de trabalho quando a economia estivesse em plena expansão.

Estes ajustamentos visam aumentar a margem de manobra da Fed, por um lado, e procurar um mercado de trabalho mais inclusivo, por outro. Especificamente, em momentos como o atual, em que a Fed possui pouco espaço para descer as taxas de juro³, a promessa de tolerar uma inflação mais alta nos próximos anos permite continuar a reduzir as taxas de juro do mercado graças à gestão das expectativas: a Fed afirma a intenção de manter uma política monetária acomodatória durante um período mais longo, mesmo quando, mercê da melhoria da economia, as pressões inflacionárias começarem a recuperar. Da mesma forma, nos últimos anos, a Fed descobriu que comunidades vulneráveis e grupos com baixos rendimentos beneficiam especialmente da expansão económica quando a economia está na fase mais madura do ciclo. Isto é bem ilustrado no primeiro gráfico, que mostra como a diferença entre a taxa de desemprego de brancos e afroamericanos aumenta durante as recessões e desce continuamente até ao final da expansão. De facto, durante a última expansão, embora a taxa de desemprego sugira que o conjunto da economia tenha atingido o pleno

1. Para mais detalhes, consulte o Focus «BCE e Fed: dois mandatos, um objetivo» na IM02/2020 e o Focus «A incerteza causada pela taxa de juro natural» na IM03/2020.

2. Embora não o tenha tornado explícito, este compromisso não parece ser simétrico: após períodos com uma taxa de inflação acima dos 2%, a Fed procurará fazer regressar a taxa de inflação para 2% (e não abaixo deste nível).

3. A sua taxa de juro de referência já está praticamente em 0%, só a tendo conseguido reduzir em 150 p. b. Em recessões anteriores, partia de níveis mais elevados e normalmente cortava as taxas de juro entre 450 e 500 p. b.

EUA: diferença entre a taxa de desemprego entre brancos e afroamericanos



Nota: As áreas sombreadas a cinzento indicam os períodos de recessão NBER.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

emprego, o desemprego dos afroamericanos e hispânicos ainda caiu 3,5 e 2,25 p.p., respetivamente, e a taxa de participação no trabalho das mulheres aumentou 3 p.p. Da mesma forma, a Fed constatou que o mercado de trabalho poderá obter melhores registos sem que ocorram pressões inflacionárias que comprometam a estabilidade dos preços.

Qual será a conduta de ação da Fed?

No contexto atual, dominado por pressões deflacionárias e uma recuperação incompleta da atividade, o novo quadro estratégico da Fed sugere que a política monetária será acomodatória durante um longo período. Para o exemplificar, simulámos um modelo macroeconómico dos EUA⁴ baseado na antiga e na nova estratégia da Fed. No antigo quadro, a Fed atuava quando ocorriam desvios da inflação prevista face à sua anterior meta de inflação a médio prazo de 2%. Por exemplo, em 2015 a taxa de juro de referência aumentou porque se acreditava que a inflação iria aumentar apesar dos registos ainda estarem abaixo de 2%. Em vez disso, para avaliar o novo quadro, assumimos que a Fed responde a desvios da taxa média de inflação nos últimos cinco anos em relação aos 2%. Assim, se nos focarmos no último ciclo de aumento de taxas de juro (2015-2018), com a nova estratégia a Fed teria aumentado as taxas de juro de uma forma muito mais gradual, tendo-as colocado 100 p.b. abaixo do nível que finalmente alcançaram (até ao intervalo de 1,25% -1,50% em comparação com o intervalo de 2,25% -2,50% que a Fed alcançou). Por outro lado, se fizermos um exercício semelhante⁵,

4. Um modelo semiestrutural de equilíbrio geral, que a curto prazo é determinado pela procura agregada, enquanto a longo prazo a procura e a oferta agregadas se igualam.

5. A regra que simula o antigo quadro da Fed é:

$$i_t = \rho * i_{t-1} + (1 - \rho) * [i^* + 1,5 * (\pi_t^e - 2) + (u_t^* - u_t)]$$

enquanto que a da nova estrutura é: $i_t = \rho * i_{t-1} + (1 - \rho) * [i^* + 1,5 * (\frac{1}{20} \sum_{t-19}^t \pi_t - 2) + \min\{(u_t^* - u_t), 0\}]$, onde i é a taxa de juro, ρ um parâmetro de regularização e π a taxa de inflação subjacente do PCE, i^* é a taxa de juro nominal natural de acordo com a última estimativa dos membros do FOMC e u_t^* e u_t são a taxa de desemprego natural e a prevista pelo Congressional Budget Office, com dados trimestrais.

mas com o olhar virado para os próximos anos, uma regra coerente com a estratégia anterior da Fed diz-nos que começará a aumentar as taxas de juro no final de 2023. Contudo, com a nova estratégia, o banco central não começará a subir as taxas de juro até ao início de 2025.

No entanto, convém referir que o novo quadro é pouco específico, razão pela qual o modelo apenas nos dá uma referência relativamente ao comportamento que a Fed poderá acabar por ter. Por exemplo, a Reserva Federal não especificou o período no qual baseará a sua meta para a taxa de inflação média. Além disso, não é claro como será a sua atuação se a inflação se afastar repentinamente dos 2%. É que eventualmente a inflação média dos últimos anos pode ficar abaixo de 2% e, ao mesmo tempo, os últimos registos podem estar claramente acima de 2%. Em quanto deve superar os 2% a inflação para que a Fed atue?

Da mesma forma, o objetivo de «pleno emprego» segue uma perspetiva mais ampla. A nova estratégia está longe de reduzir as decisões de política monetária a regras predefinidas por fórmulas concretas. Pelo contrário, a nova estratégia abre caminho para uma maior troca de pontos de vista. De facto, na reunião de setembro da Fed, já existiam dois membros dissidentes que preferiam uma orientação futura das taxas de juro diferente da aprovada. Assim, esta maior flexibilidade também tem os seus custos, principalmente se produzir incertezas e volatilidade ou reduzir a credibilidade da instituição.

Que consequências poderá ter para a economia?

Durante as horas que se seguiram ao anúncio da nova estratégia, registaram-se subidas moderadas das expectativas de inflação nos mercados financeiros (medidas através de diferentes cotações financeiras), mas as dimensões foram pouco significativas e pouco persistentes. Em parte, a falta de reação reflete que o anúncio não surpreendeu os investidores e estava razoavelmente alinhado com as suas previsões. No entanto, também é coerente com um resultado comum em estudos que analisam as consequências das metas de inflação com base numa média de tempo: as variáveis macroeconómicas comportam-se de forma relativamente semelhante sob a nova e a antiga estratégia⁶.

Um dos grandes determinantes da eficácia da nova estratégia será a capacidade de influenciar as expectativas da Fed. Neste sentido, a credibilidade será fundamental. Se a intenção de tolerar uma maior inflação for muito credível, a estratégia será eficaz para gerir as expectativas sobre a taxa de juro da Fed e, desta forma, ancorar um ambiente de taxas de juro baixas nos mercados que façam estimular a economia. No entanto, a credibilidade é uma faca de dois gumes. Se os agentes não confiarem na capacidade do banco central de gerar mais inflação no futuro e as

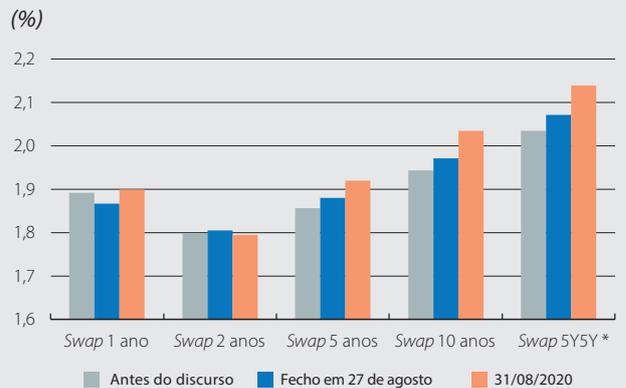
6. Com a expectativa atual de taxas de juro tão baixas, o facto de o primeiro aumento das taxas de juro ser adiado, por exemplo, um ano, tem um impacto limitado nas variáveis reais de hoje em dia. Ver Reifschneider, D. e Wilcox, D. (2019). «Average Inflation Targeting Would Be a Weak Tool for the Fed to Deal with Recession and Chronic Low Inflation». Policy Briefs PB19-16. Peterson Institute for International Economics. As nossas simulações fornecem um resultado semelhante.

EUA: taxa de juro da Reserva Federal prevista de acordo com várias regras de Taylor



Nota: A regra que simula o antigo quadro da Fed é: $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1,5 * (\pi_t - 2) + (u_t^* - u_t)]$ mientras que la del nuevo marco es: $i_t = \rho * i_{t-1} + (1-\rho) * [i^* + 1,5 * \frac{1}{60} * \sum_{j=0}^{59} (\pi_{t-j} - 2) + \min\{(u_t^* - u_t), 0\}]$.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Congressional Budget Office.

EUA: swaps de inflação com vários vencimentos



Notas: Powell fez o seu discurso às 15h10 na quinta-feira 27 de agosto, razão pela qual a coluna cinzenta mostra a cotação às 15h00. *Inflação de 5 anos daqui a 5 anos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

expectativas não reagirem à nova estratégia, o estímulo desejado não será alcançado e a normalização será mais lenta.

Lições para outros bancos centrais

Os objetivos dos bancos centrais mudaram ao longo do tempo e a política monetária ajustou-se a cada época. Nos anos 80, o principal inimigo dos bancos centrais era a inflação, tendo a política monetária obtido ferramentas para a controlar. Agora, após várias mudanças estruturais na economia, o novo desafio é a baixa inflação, razão pela qual as ferramentas e as estratégias devem ser novamente adaptadas. A Fed foi a primeira a dar um passo em frente com mudanças que são, sem dúvida, mais graduais do que radicais. No entanto, dá duas pistas aos restantes bancos centrais que estão a rever as suas estratégias (como o BCE): a vontade de tolerar um pouco mais a inflação e a vontade de basear a sua política monetária mais em dados observados do que em projeções baseadas em modelos.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	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	-0,50	-0,48	-2	-11,5	-7,5
Euribor 12 meses	-0,44	-0,38	-6	-19,4	-10,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,60	-0,54	-5	3,6	8,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,70	-0,65	-5	-10,0	7,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,52	-0,40	-13	-33,7	6,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,25	0,41	-16	-22,0	11,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,26	0,42	-16	-17,9	12,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-175,0
Libor 3 meses	0,23	0,24	-1	-167,5	-179,3
Libor 12 meses	0,36	0,45	-9	-163,6	-149,3
Dívida pública a 1 ano	0,12	0,11	1	-144,9	-146,4
Dívida pública a 2 anos	0,13	0,13	0	-144,2	-127,7
Dívida pública a 10 anos	0,68	0,70	-2	-123,4	-84,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	54	5	15,6	1,7
Itraxx Financeiro Sénior	78	61	17	26,7	10,5
Itraxx Financeiro Subordinado	154	129	25	40,0	10,8

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,172	1,194	-1,8	4,5	6,8
EUR/JPY (ienes por euro)	123,650	126,410	-2,2	1,5	5,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,907	0,893	1,6	7,2	1,8
USD/JPY (ienes por dólar)	105,480	105,910	-0,4	-2,9	-1,4

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	406,0	394,8	2,8	1,1	4,5
Brent (\$/barril)	41,0	45,3	-9,6	-38,0	-29,8
Ouro (\$/onça)	1.885,8	1.967,8	-4,2	24,3	25,3

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.363,0	3.500,3	-3,9	4,1	13,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.193,6	3.272,5	-2,4	-14,7	-7,3
Ibex 35 (Espanha)	6.716,6	6.969,5	-3,6	-29,7	-25,1
PSI 20 (Portugal)	4.067,0	4.301,1	-5,4	-22,0	-17,1
Nikkei 225 (Japão)	23.185,1	23.139,8	0,2	-2,0	8,3
MSCI emergentes	1.082,0	1.101,5	-1,8	-2,9	8,6

A economia global, a 95%

Tudo aponta para uma recuperação incompleta da economia mundial no 3T. Enquanto aguardamos a divulgação dos dados do PIB do 3T 2020, as informações de que dispomos sugerem que a economia mundial terá recuperado significativamente em relação ao 2T, mas que, mesmo assim, a recuperação total ainda estará longe de terminar. Quer sejam dados de mobilidade, produção industrial, consumo ou sentimento económico, o conjunto de indicadores indica que a recuperação é incompleta e, nas últimas semanas, os dados mais recentes sugerem alguma estagnação. A economia global ficou a 95%. As forças deste choque económico sem precedentes, a enorme incerteza e a persistência da pandemia impedem uma recuperação completa e rápida. Assim, a pandemia continuará a ser o principal elemento determinante do cenário económico nos próximos trimestres e continuará a condicionar a atividade até que uma vacina e/ou um tratamento eficaz estejam disponíveis. Neste sentido, as nossas projeções preveem que o PIB global cairá cerca de 4,5% em 2020 antes de recuperar em 2021.

ECONOMIAS AVANÇADAS

Embora existam diferenças entre os países, as economias avançadas seguiram um caminho semelhante no 3T: uma recuperação inicial que vem perdendo força ao longo do trimestre. Nas últimas semanas, indicadores de atividade como os PMIs de agosto e setembro refletem uma perda de dinamismo na recuperação (e até uma certa estagnação) devido ao aumento de novos contágios do coronavírus. Na Europa, está a ocorrer um ressurgimento de casos de COVID-19, com o número de novas infeções diárias a superar o dos EUA, até agora um dos focos ativos mais preocupantes da pandemia. Este aumento de casos já resultou num maior aperto das medidas de contenção do vírus nalguns países. Embora a situação esteja a ser gerida com medidas limitadas e mais localizadas, a incerteza continua a ser elevada e está a afetar a economia, apesar do grande número de medidas tomadas pelos governos de economias avançadas para ajudar tanto as empresas como os trabalhadores.

Na Zona Euro, a queda da atividade no 2T deu lugar a uma recuperação parcial no 3T. As quedas do PIB dos principais países da Zona Euro no segundo trimestre do ano foram quedas sem precedentes desde a Segunda Guerra Mundial (em termos em cadeia, -11,8% no conjunto da Zona Euro, -9,7% na Alemanha, -13,8% em França, -12,8% na Itália e -17,8% em Espanha). Na medida em que estas quedas refletiram o impacto do confinamento na primavera, o levantamento das restrições à mobilidade foi acompanhado por uma recuperação significativa da atividade europeia. No entanto, a visão subjacente continua a ser a de uma reativação incompleta e gradual. De facto, no período final do 3T, os indicadores de atividade para a Zona Euro refletem um abrandamento da recuperação. Especificamente, a forte recuperação nas vendas a retalho após o

Avançados: produção industrial
Índice (100 = dezembro 2019)



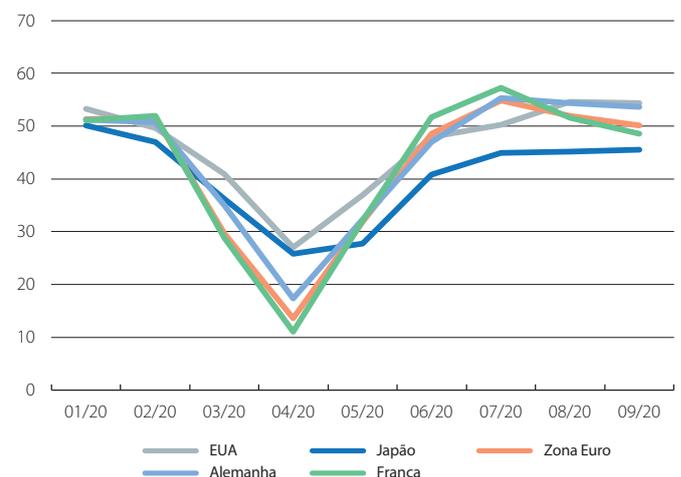
Emergentes: produção industrial
Índice (100 = dezembro 2019)



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

Avançados: PMI composto

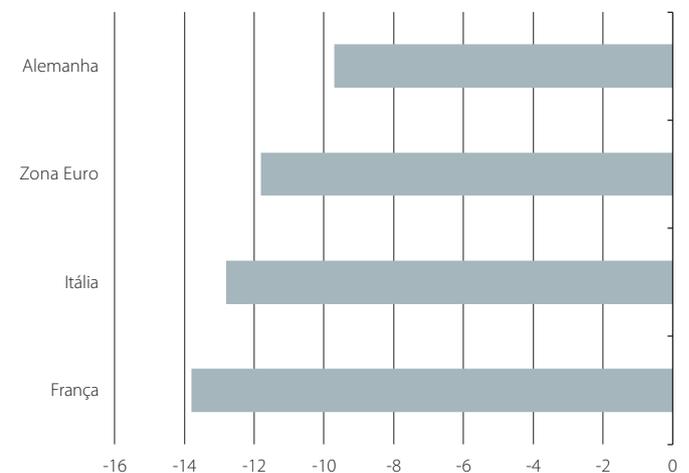
Nível



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

União Europeia: PIB

Varição em cadeia (%), 2T 2020



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

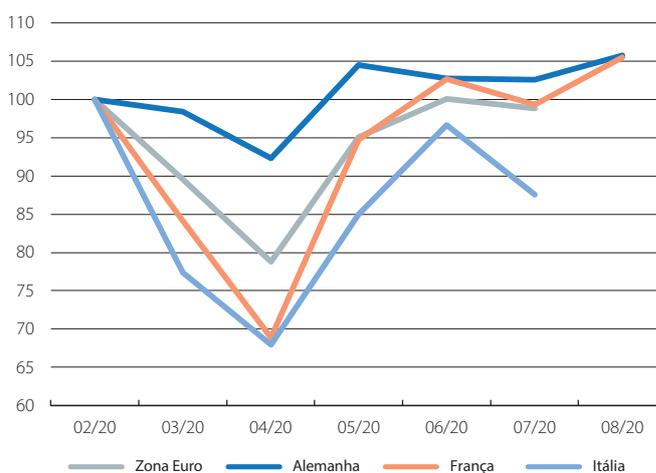
levantamento das medidas de contenção durante o verão perdeu força nos últimos meses (caiu 1,3% em cadeia em julho no conjunto da Zona Euro), permanecendo ainda nalguns países abaixo do nível de fevereiro (por exemplo, em Itália em julho estava cerca de 13% abaixo do nível de fevereiro). Da mesma forma, o desemprego continua a aumentar (embora muito lentamente, graças à vasta aplicação de programas de regulação temporária de emprego) e a taxa de desemprego na Zona Euro atingiu 8,1% em agosto (+0,9 p.p. em comparação com o seu nível anterior à pandemia). Finalmente, a severidade do cenário económico também se reflete em registos de inflação que continuam muito fracos: em setembro, a taxa de inflação total caiu para -0,3% homólogo e a taxa de inflação subjacente retrocedeu para +0,2% (o registo mais baixo de inflação subjacente da história da Zona Euro).

Reajustamento das previsões macroeconómicas para a Zona Euro. Uma queda da atividade no 2T inferior à esperada, em conjunto com a desaceleração evidente da recuperação no final do 3T, levou-nos a reajustar as previsões macroeconómicas para a Zona Euro. Assim, em 2020, esperamos uma queda do PIB de 8,2% na Zona Euro (face à projeção anterior de -10,4%). A revisão foi generalizada por país: caiu para -5,8% na Alemanha (antes era de -7,3%), -11,5% em França (antes de -12,9%) e caiu para -10,8% na Itália (antes de -14,0%). No entanto, não é de esperar que a atividade económica na Zona Euro regresse ao nível anterior à crise antes de 2023. Neste sentido, as políticas de incentivo à recuperação e transformação da economia serão muito importantes (ver o Focus «A eficácia da política fiscal em tempos de COVID»). O apoio da UE será fundamental nesta fase sendo, neste sentido, muito positiva a aprovação das ajudas do SURE, um fundo europeu que, ratificado em setembro, vai desembolsar cerca de 87.000 milhões de euros sob a forma de empréstimos aos países europeus para financiar os programas nacionais de regulação temporária de emprego.

Nos EUA a recuperação da atividade económica no 3T mostra uma resiliência um pouco maior, apesar da persistência do vírus. A queda do PIB no 2T (de 9,1% em cadeia), embora bem acima da contração sofrida durante a Grande Recessão, foi menor que a de outras economias avançadas devido a medidas de contenção menos severas do que noutros países. No entanto, os EUA continuam a ser um dos principais focos ativos da pandemia, com mais de 40.000 novos casos diários. Neste sentido, apesar de o indicador de sentimento económico PMI composto permanecer confortavelmente acima do limite dos 50 pontos (54,4 em setembro), a confiança do consumidor (que também continua a recuperar) permanece baixa. Especificamente, em setembro, o índice de confiança do consumidor situou-se em 101,8 pontos, ainda abaixo do nível de fevereiro (132,6). Na mesma linha, o indicador de atividade de alta frequência da Reserva Federal de Nova Iorque permaneceu praticamente estagnado em -5% durante o mês de setembro e, no conjunto do 3T, sugere que o PIB terá ficado cerca de -6% abaixo do seu nível no 3T 2019.

Vendas a retalho

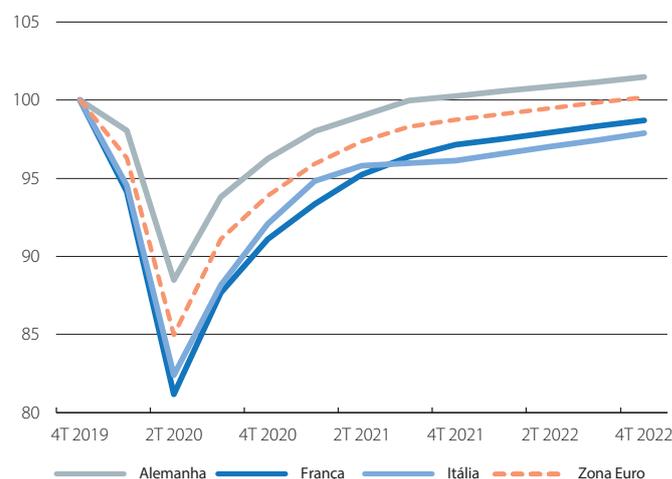
Índice (100 = fevereiro 2020)



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

Zona Euro: previsões do PIB

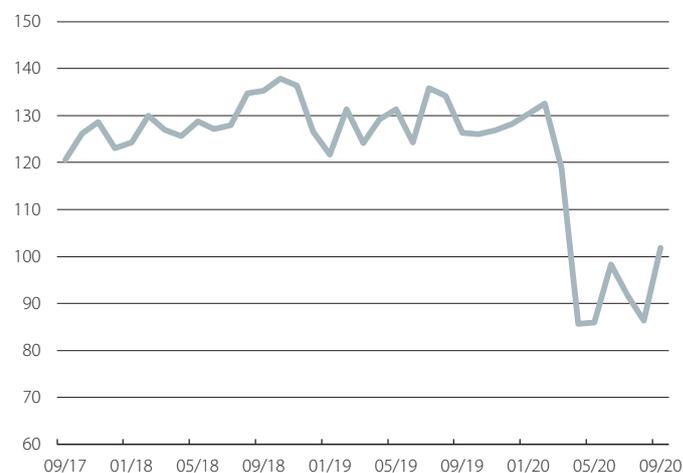
Índice (100 = 4T 2019)



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

Estados Unidos: índice de confiança dos consumidores

Índice



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Conference Board.

A grande incerteza sobre o ambiente político nos EUA alia-se à incerteza económica. Nas suas últimas projeções para a economia norte-americana, a Fed destacou a elevada incerteza do cenário. Esta incerteza é bem ilustrada pela disparidade entre o modelo de previsão do PIB da Fed de Atlanta e da Fed de Nova Iorque ao nível do avanço previsto para o 3T: 32,0% em cadeia anualizado pela Fed de Atlanta, em comparação com os 14,1% da de Nova Iorque. Além disso, à incerteza sobre a evolução da pandemia junta-se a incerteza política nos EUA, com as eleições presidenciais e para o Congresso para breve (3 de novembro) e com as difíceis negociações sobre um possível novo pacote fiscal, que se somaria às medidas aprovadas até agora de cerca de 15% do PIB (9 % em medidas de despesa direta e 6% em garantias e avales e outras medidas de liquidez).

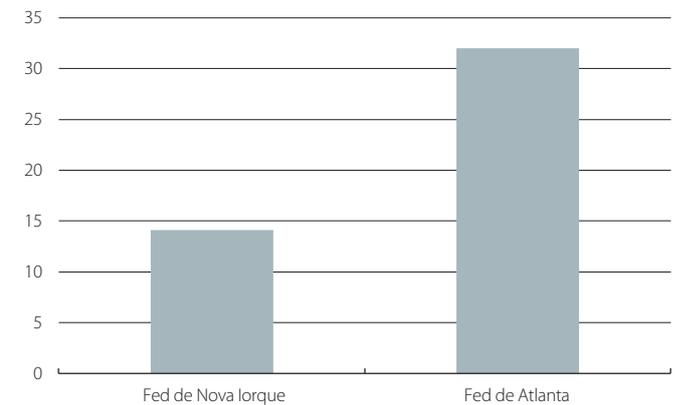
ECONOMIAS EMERGENTES

A recuperação tem sido muito desigual nas economias emergentes. Conforme foi possível extrair dos dados do PIB do 2T, o impacto inicial da COVID-19 nas economias emergentes foi diverso e variou consoante os desequilíbrios macroeconómicos que existiam antes do choque (inflação, défice público, dívida privada, etc.) e consoante o grau de exposição aos focos mais ativos da pandemia. Da mesma forma, com a recuperação em curso, a intensidade da reativação também varia entre os países. Na Turquia e no Brasil, onde a queda do PIB no 2T foi ligeiramente menos catastrófica (-9,9% e -11,4% em termos homólogos, respetivamente), o indicador de sentimento económico PMI sugere uma melhoria na atividade nos últimos meses. No entanto, no México o PMI permanece claramente abaixo do limite dos 50 pontos que separa a zona de contração da zona de expansão, não tendo praticamente melhorado nos últimos meses. Por sua vez, a economia indiana, que sofreu uma das maiores contrações entre os grandes países do mundo (-23,9% homólogo), ainda mostra sinais de forte debilidade.

Por outro lado, a China continua a recuperar, embora existam claras diferenças entre os setores. A China foi o primeiro país que sofreu o choque económico da COVID-19, sendo também o que está há mais tempo em fase de recuperação económica. De facto, a produção industrial voltou a crescer em termos homólogos desde abril, época em que a maior parte dos países do mundo aplicaram medidas mais restritivas de contenção do vírus. Por outro lado, as vendas a retalho, que durante os últimos anos cresceram com taxas superiores à produção industrial, só voltaram a apresentar aumentos homólogos positivos em agosto (0,5%), indicando que a pandemia continua a afetar o consumo, com todas as incertezas que isto acarreta.

Estados Unidos: previsões de crescimento no 3T

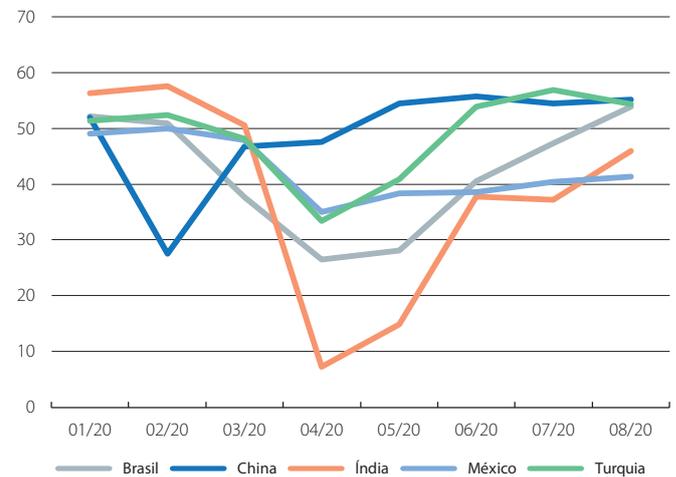
Varição em cadeia anualizada



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

Emergentes: PMI composto

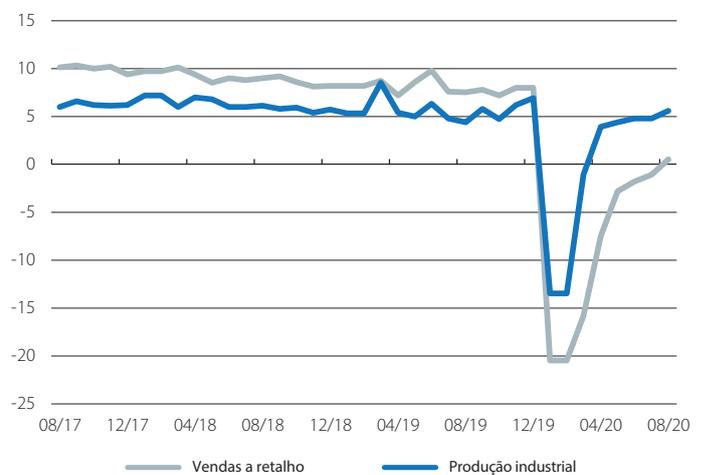
Nível



Nota: PMI composto para o Brasil, China e Índia e PMI das indústrias para o México e a Turquia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

China: vendas a retalho e produção industrial

Varição homóloga (%)



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

A fragilidade macroeconómica das taxas de juro

- O golpe sem precedentes com que a COVID-19 abalou a economia contrasta com taxas de juro e prémios de risco em valores mínimos. No entanto, os fundamentos macroeconómicos continuam a ser bons indicadores das taxas de juro observadas no mercado.
- Estimamos que a deterioração dos fundamentos tenha levado a um aumento substancial das taxas para o conjunto Zona Euro. Esta pressão, que não se consolidou no mercado, é uma medida do sucesso da política económica, mas também da importância dela continuar bem ativa nos próximos trimestres.

As economias europeias sofrerão uma queda do PIB em 2020 que será, de longe, a pior da sua história moderna. Além disso, esta queda será acompanhada por um aumento muito acentuado do endividamento público que elevará os rácios da dívida pública para novos máximos históricos¹. No entanto, apesar desta deterioração invulgar na economia causada pela COVID-19, o custo do financiamento da dívida pública atingiu níveis nunca antes observados: em setembro, as taxas de juro soberanas a 10 anos da Alemanha e da França atingiram valores negativos (-0,5% e -0,2%) e as de Espanha e de Portugal estavam ligeiramente abaixo de 0,3%. Em que medida os fundamentos macroeconómicos podem explicar estes níveis de taxas de juro?

Taxas de juro e fundamentos macroeconómicos

A taxa de juro da dívida pública depende dos fundamentos macroeconómicos do país em questão e do contexto global. Por exemplo, a capacidade de pagamento de um Estado depende do seu nível de endividamento, das expectativas em termos do seu superavit ou défice público e do crescimento futuro da economia. Do mesmo modo, a situação da economia europeia no seu conjunto determina a política monetária definida pelo BCE, com a qual influencia todo o sistema de taxas de juro. Além disso, fatores globais (como as taxas de juro de outras economias, que oferecem uma oportunidade alternativa de investimento) e o apetite de risco dos investidores são também importantes. Com todos estes ingredientes, e a partir das relações históricas entre eles, podemos estimar a taxa de juro soberana coerente com os fundamentos macroeconómicos: a denominada «taxa de juro macro»².

O primeiro gráfico ilustra que os fundamentos macro costumam ser bons indicadores das taxas de juro observadas

1. As previsões do consenso dos analistas sugerem um aumento do rácio da dívida pública em 2020 de mais de 15 p.p. para o conjunto da Zona Euro. De acordo com dados históricos compilados pelo FMI, que datam de meados do século XIX, isto levará a novos picos de dívida em países como a Alemanha, Itália e Portugal. Não é o caso de Espanha e de França porque, há mais de 100 anos teriam atingido rácios de 160% e 240%, respetivamente.

2. Estimamos uma regressão do painel para as taxas de juro soberanas de 10 anos da Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Holanda e Portugal com as seguintes variáveis explicativas: expectativas da Euribor a 3 meses, do crescimento real do PIB e inflação, o rácio da dívida pública sobre o PIB, um indicador de volatilidade bolsista, a taxa de juro soberana dos EUA a 10 anos e um indicador de tensões na Zona Euro (uma variável binária que é igual a 1 se um prémio de risco soberano sofrer uma tensão significativa). Inicialmente, de forma a não considerar a política monetária não convencional do BCE como mais um fundamento, estimamos a regressão com dados entre 2000 e 2014.

Taxa de juro da dívida soberana europeia a 10 anos *



Notas: * Média ponderada da Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Holanda e Portugal. **Taxa de juro prevista pelos fundamentos macroeconómicos (condições financeiras globais, política monetária do BCE, dívida pública e expectativas de crescimento e inflação) e estimada com base nas relações históricas até ao final de 2014.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, da Eurostat e da Consensus Economics.

no mercado. No entanto, nos últimos anos, ocorreram dois momentos importantes de divergência: em 2020, com o surgimento da COVID-19, e em 2015, com o início da política monetária não convencional por parte BCE, o que resultou em taxas de juro persistentemente inferiores à taxa de juro macro. No entanto, esta divergência a partir de 2015 é relativamente natural porque a nossa taxa de juro macro não integra, entre os fundamentos macroeconómicos, os programas de compra de ativos que o BCE iniciou há cinco anos. No entanto, após anos de política monetária não convencional e face à perspetiva que estes instrumentos continuarão a ser muito ativos nos próximos anos, é útil integrar as medidas não convencionais do BCE na estimativa da nossa taxa de juro macro³.

Como é possível observar no segundo gráfico, considerar a política monetária não convencional como mais um fundamento ajuda-nos a explicar melhor a queda das taxas de juro do mercado nos últimos anos. No entanto, com o surgimento da COVID-19, continuamos a observar um desajustamento acentuado entre as taxas de juro observadas e as taxas de juro macro. Especificamente, a taxa de juro macro para o conjunto da Zona Euro sugere que a deterioração dos fundamentos macroeconómicos deveria

3. Estimamos novamente a regressão da nota anterior incluindo dados até ao início de 2020 e adicionando, às variáveis explicativas, as compras de ativos que o BCE acumula no seu balanço desde 2015.

ter resultado num aumento da taxa de juro soberana da Zona Euro em cerca de 100 p.b. superior ao observado^{4,5}.

De facto, este desajustamento pode ser interpretado como uma medida do sucesso da resposta da política económica e, particularmente, da forte ação do BCE e do esforço fiscal partilhado da UE⁶. Um bom exemplo disto é o comportamento dos prémios de risco da periferia da Zona Euro. O terceiro e quarto gráficos mostram como o aumento inicial sofrido pelos prémios de risco da periferia no mercado foi razoavelmente consistente com o previsto pela taxa de juro e, portanto, pela deterioração dos seus fundamentos macroeconómicos. No entanto, a tensão reverteu-se de forma generalizada após a quantidade de anúncios por parte do BCE durante a primavera e dos vários pacotes fiscais da UE.

Dentro do esforço fiscal partilhado da UE, provavelmente um dos elementos mais positivos para os prémios de risco foi o acordo de emissão de dívida comunitária apoiada pelo orçamento da União. Embora as emissões não comecem antes de 2021, este acordo envia um sinal importante de compromisso com o projeto de integração europeia, reduzindo a perceção de risco soberano e favorecendo prémios de risco soberanos mais comprimidos. No entanto, deve ser tido também em conta que estas emissões representam um aumento na oferta de obrigações de alta qualidade que, a médio prazo (2023-2024 de acordo com algumas estimativas)⁷, poderá aumentar os custos de financiamento dos estados com um rating mais baixo, fazendo aumentar a concorrência para encontrar compradores de dívida.

Finalmente, a conjuntura é tão exigente que, apesar da robustez com a qual a política económica tem atuado, não se pode afrouxar a vigilância. A discrepância entre a taxa de juro observada no mercado e a taxa de juro macro não é apenas uma medida do seu sucesso: indica também que, sem uma atuação ambiciosa, estariam a ser observadas no mercado taxas de juro e prémios de risco substancialmente mais elevados, nalguns casos até em torno de níveis que poderiam levantar dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública⁸.

4. Uma estimativa do BCE conclui que as medidas monetárias adotadas entre março e junho terão reduzido a taxa de juro soberana da Zona Euro em 45 p.b. Ver Hutchinson, J. e Mee, S. «Impacto das medidas de política monetária adotadas pelo BCE em resposta à crise da Covid-19», Boletim Económico 5/2020, BCE.

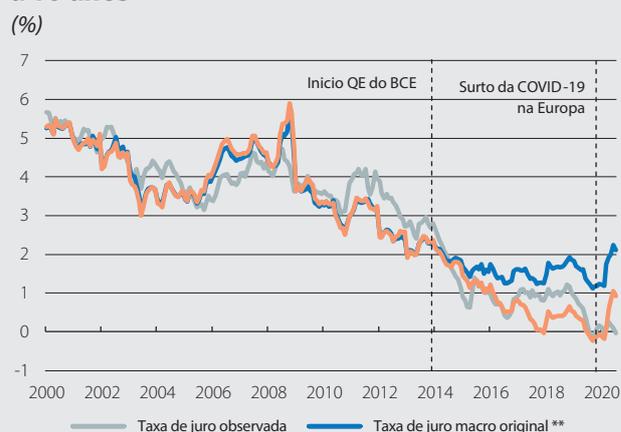
5. No segundo gráfico, a recuperação da taxa de juro macro que integra a política não convencional do BCE é ligeiramente superior à da taxa de juro macro original. A razão é que a sensibilidade das taxas de juro a alterações nas expectativas de crescimento e inflação aumentou desde 2015. Isto poderá refletir que são uma medida indireta das expectativas sobre se o BCE retirará ou intensificará as compras de ativos que tanto afetaram as taxas de juro do mercado.

6. Poderá consultar um resumo de ambas as ações nas notas «O Conselho Europeu chega a um acordo histórico sobre o Plano de Recuperação Europeu» e «Graças à sua atuação contudente, o BCE respira e ganha tempo» em www.caixabankresearch.com

7. Ver Miguel Carrión Álvarez (2020). «The EU recovery plan: funding arrangements and their impacts». Funcas.

8. Analisámos a sensibilidade da dívida pública às alterações nas taxas de juro no Focus «Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro?» na IM05/2020.

Taxa de juro da dívida soberana europeia a 10 anos *



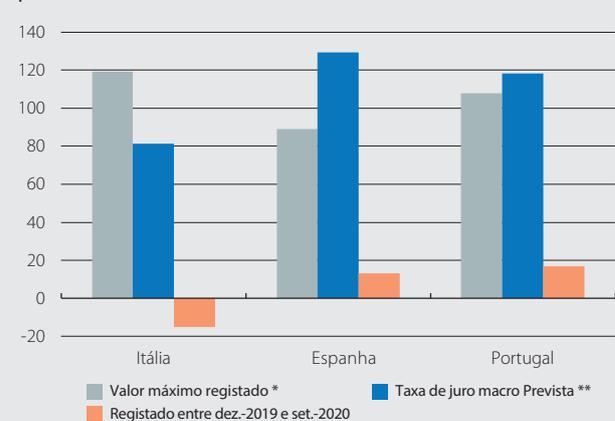
Notas: * Média ponderada da Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália, Holanda e Portugal. **Taxa de juro prevista pelos fundamentos macroeconómicos (condições financeiras globais, política monetária convencional do BCE, dívida pública e expectativas de crescimento e inflação) e estimada com base nas relações históricas até ao final de 2014. ***Adicionámos as compras de ativos do BCE como uma nova justificativa e estimámos novamente a taxa de juro macro com base nas relações históricas até ao início de 2020. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, do Eurostat e da Consensus Economics.

Prémio de risco soberano para a dívida periférica a 10 anos *



Notas: * Média ponderada de Espanha, Irlanda, Itália e Portugal. **Prémio de risco previsto pelos fundamentos macroeconómicos (condições financeiras globais, política monetária convencional e não convencional do BCE, dívida pública e expectativas de crescimento e inflação) e estimado com base nas relações históricas até ao início de 2020. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, do Eurostat e da Consensus Economics.

Aumento nos prémios de risco soberanos (p. b.)



Notas: * Diferença entre o maior prémio de risco observado (com dados de fecho diários) durante março, abril e maio de 2020 em comparação com o registado a 31 de dezembro de 2019. ** Diferença entre o prémio de risco previsto pelos fundamentos macroeconómicos em dezembro de 2019 e julho de 2020. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, do Eurostat e da Consensus Economics.

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

ESTADOS UNIDOS

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Atividade									
PIB real	3,0	2,2	2,1	2,3	0,3	-9,0	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,7	3,9	4,2	4,0	3,1	-4,9	3,0	3,5	4,0
Confiança do consumidor (valor)	130,1	128,3	132,1	127,0	127,3	90,0	98,3	91,7	86,3
Produção industrial	3,9	0,9	0,2	-0,7	-1,9	-14,4	-10,7	-7,4	-7,7
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	58,9	51,2	49,4	48,1	50,0	45,7	52,6	54,2	56,0
Habitções iniciadas (milhares)	1.248	1.295	1.288	1.433	1.484	1.079	1.265	1.492	1.416
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	211	217	217	219	222	223	223	225	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,9	3,7	3,6	3,5	3,8	13,0	11,1	10,2	8,4
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,4	60,8	60,9	61,0	60,8	52,9	54,6	55,1	56,5
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,2	-2,7	-2,9	-2,7	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,4	1,8	1,8	2,0	2,1	0,4	0,6	1,0	1,3
Taxa de inflação subjacente	2,1	2,2	2,3	2,3	2,2	1,3	1,2	1,6	1,7

JAPÃO

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Atividade									
PIB real	0,3	0,7	1,7	-0,7	-1,9	-10,1	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	43,6	38,9	37,1	38,1	36,0	24,7	28,4	29,5	29,3
Produção industrial	1,0	-2,7	-1,9	-6,7	-4,3	-20,5	-21,0	-14,7	-11,7
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	20,8	6,0	5,0	0,0	-8,0	-34,0	-	-	-27,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,8	2,8	2,9	3,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5
Preços									
Taxa de inflação geral	1,0	0,5	0,3	0,5	0,5	0,1	0,1	0,3	0,2
Taxa de inflação subjacente	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,3	0,4	0,4	-0,1

CHINA

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Atividade									
PIB real	6,7	6,1	6,0	6,0	-6,8	3,2	-	-	...
Vendas a retalho	9,0	9,0	7,6	7,7	-18,2	-4,0	-1,8	-1,1	0,5
Produção industrial	6,2	5,8	5,0	5,9	-7,3	4,4	4,8	4,8	5,6
PMI indústrias (oficial)	50,9	49,7	49,7	49,9	45,9	50,8	50,9	51,1	51,0
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	352	421	426	421	361	412	...	...	...
Exportações	9,9	0,5	-0,3	1,9	-13,4	0,1	0,5	7,2	9,5
Importações	15,8	-2,7	-6,2	3,4	-3,0	-9,7	2,7	-1,4	-2,1
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,9	2,9	4,3	5,0	2,7	2,5	2,7	2,4
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	6,6	6,9	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1	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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,7	2,0	-1,1	-6,9	-2,6	1,3	0,4
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	0,7	-1,3	-1,6	-2,1	-5,8	-20,3	-20,4	-12,0	-7,7
Confiança do consumidor	-4,9	-7,1	-6,8	-7,6	-8,8	-18,5	-18,8	-14,7	-15,0
Sentimento económico	111,5	103,1	102,0	100,6	100,0	69,4	67,5	75,8	82,4
PMI indústrias	55,0	47,4	46,4	46,4	47,2	40,1	39,4	47,4	51,8
PMI serviços	54,5	52,7	52,8	52,3	43,8	30,3	30,5	48,3	54,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	1,2	1,2	1,1	0,4	-2,9	-0,1	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,2	7,6	7,5	7,4	7,3	7,6	7,6	7,8	8,0
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,4	3,1	3,0	3,2	3,6	4,2	4,2	4,3	4,4
França (<i>% pop. ativa</i>)	9,0	8,5	8,5	8,2	7,8	7,1	6,9	6,6	7,1
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	10,6	9,9	9,6	9,5	9,1	8,5	8,7	9,4	9,8
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	1,9	1,2	1,4	1,0	-3,2	-14,7	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,6	0,6	0,8	0,4	-2,2	-11,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,7	1,2	1,6	0,8	-5,7	-18,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,7	0,3	0,5	0,1	-5,6	-17,7	-	-	-

Preços

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Inflação geral	1,8	1,2	1,0	1,0	1,1	0,2	0,1	0,3	0,4
Inflação subjacente	1,2	1,2	1,1	1,3	1,3	1,1	1,2	1,1	1,3

Setor externo

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Balança corrente	3,0	2,4	2,3	2,4	2,1	2,3	2,2	2,3	...
Alemanha	7,4	7,1	6,9	7,1	7,1	6,7	6,6	6,8	...
França	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-1,8	-1,7	-2,1	...
Itália	2,5	3,0	2,6	3,0	3,1	2,8	2,7	2,8	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	95,1	92,4	92,5	91,4	91,2	93,4	93,0	94,1	94,9

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,9	3,8	3,9	3,5	3,9	7,0	7,3	7,1	7,1
Crédito às famílias ^{2,3}	3,0	3,4	3,4	3,5	3,6	3,0	3,0	3,0	3,0
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,4
Depósitos									
Depósitos à vista	7,9	8,0	8,6	8,8	9,3	12,9	13,0	13,1	14,1
Outros depósitos a curto prazo	-1,5	0,3	0,7	0,3	-0,2	0,4	0,7	0,8	1,4
Instrumentos negociáveis	-4,2	-1,9	0,1	-3,3	3,8	7,2	6,3	9,2	11,4
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2

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

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

Apesar da reativação, a COVID-19 continua a definir o ritmo da economia portuguesa

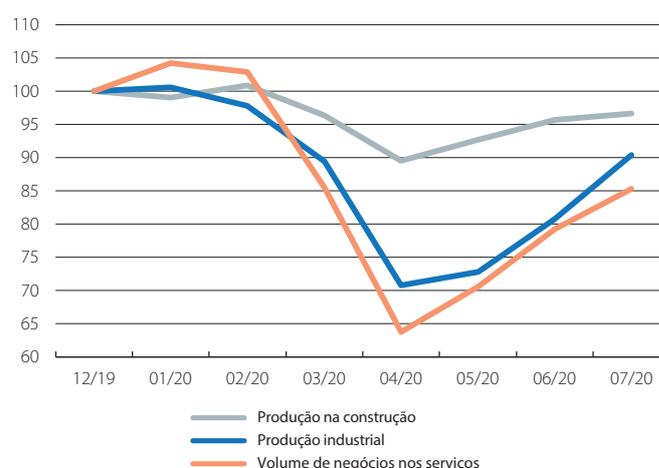
Após a reativação do verão, a atividade encara o outono com uma tendência mais mista. Os registos do PIB no 2T confirmaram uma queda histórica da atividade (-13,9% em cadeia e -16,3% homólogo), embora com um impacto económico do confinamento ligeiramente menos negativo do que o inicialmente previsto. A influência destes números leva-nos a reajustar as nossas projeções de PIB para o conjunto de 2020 para -10,0% (previsão anterior de -12,0%), mas isto não muda a visão subjacente: a pandemia é o grande elemento determinante do cenário económico e continuará a condicionar a atividade até que uma vacina e/ou um tratamento efetivo estejam disponíveis. Este elemento é especialmente pesado para setores como o turismo, que em Portugal representa uma parte importante da atividade (15% do PIB e 10% do emprego). Assim, a recuperação da economia será gradual e, muito provavelmente, demorará anos até atingir os níveis de atividade pré-pandémica. De facto, os indicadores económicos mostram que a economia enfrenta o outono tendo concretizado uma reativação incompleta da sua capacidade produtiva. Por exemplo, o volume de negócios dos serviços, produção industrial e construção tem vindo a recuperar, mas permanece entre 15% e 5% abaixo dos seus níveis pré-COVID. Do mesmo modo, os indicadores de sentimento mais recentes refletem uma tendência mista. O indicador de clima económico de setembro voltou a melhorar, impulsionado pelos serviços e pela construção, mas tanto o índice de sentimento do setor industrial como o índice de confiança do consumidor pioraram ligeiramente. Com tudo isto, o indicador coincidente da atividade agregada sugere que, em relação ao 2T, o PIB terá recuperado fortemente no 3T, mas ainda assim ficará cerca de 10% abaixo dos níveis registados há um ano.

A COVID-19 está a afetar o mercado de trabalho. O número de desempregados registados nos institutos de emprego atingiu as 409.331 pessoas em agosto, mais 2.029 que em julho e mais 93.769 desde o início da pandemia. Da mesma forma, dados preliminares do INE de Portugal sugerem um aumento da taxa de desemprego em agosto para 8,1%. Por setores, destaque para o aumento do desemprego nas atividades imobiliárias, administrativas e em serviços de apoio, bem como nos setores associados ao turismo (comércio, alojamento e restauração), que são responsáveis por mais de metade do aumento do desemprego face aos registos anteriores à pandemia de fevereiro. Finalmente, as horas trabalhadas permaneceram 26% abaixo dos registos de fevereiro.

Deterioração das contas externas. Em julho, o défice da balança corrente aumentou para -0,8% do PIB (1.536,5 milhões, acumulado em 12 meses). Em termos homólogos, isto representa um acréscimo do défice de 990 milhões de euros, que se deve em grande medida ao colapso da atividade turística internacional. Embora parte da balança corrente tenha tido tendência a

Portugal: indicadores de atividade

Índice (100 = dezembro 2019)

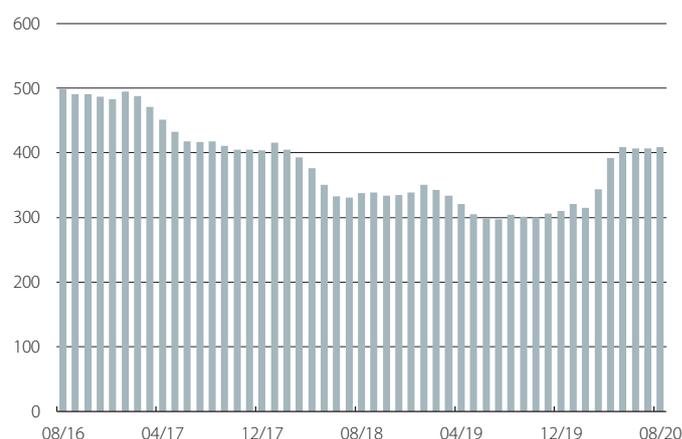


Nota: Índices ajustados por efeitos de calendário e sazonalidade.

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

Portugal: desemprego registado nos centros de emprego

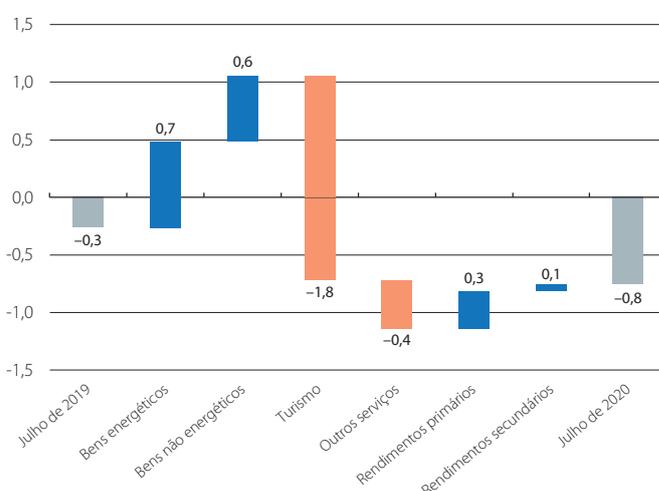
(Milhares de pessoas)



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

Portugal: saldo da balança corrente

(p. p. do PIB)



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

melhorar devido à queda do preço do petróleo (relativamente a julho de 2019) e ao facto de as importações de bens terem caído muito mais do que as exportações, com dados até julho, o saldo da balança turística caiu em 3.921 milhões de euros e subtraiu quase 2 p.p. do PIB ao saldo externo total.

O setor do turismo continua muito afetado pela pandemia.

No passado mês de julho, o número de turistas ficou 64% abaixo do registado em julho de 2019, refletindo, em grande parte, uma queda do turismo estrangeiro de 74% em termos homólogos. Em agosto, estima-se que a situação tenha sido menos negativa graças à abertura do corredor com o Reino Unido, um mercado muito importante para o turismo português. No entanto, este corredor foi novamente encerrado em setembro devido aos novos surtos de coronavírus na Europa, tudo indicando que o turismo continuará a ser fortemente penalizado nos últimos meses do ano.

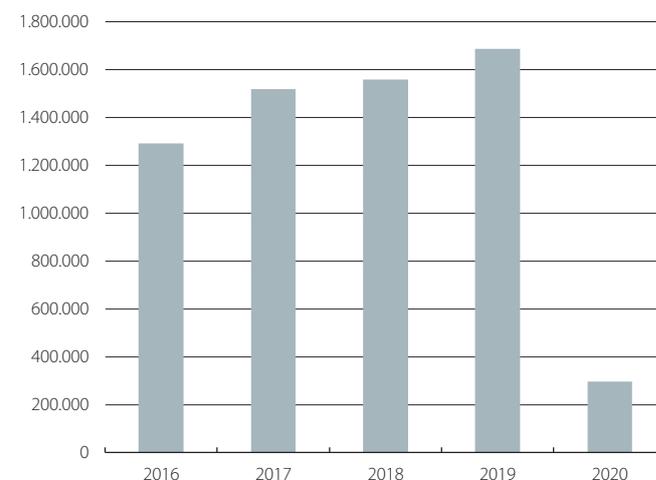
Aumento da poupança devido às restrições e incertezas. No 2T, a taxa de poupança das famílias aumentou para 10,6% (+3,1 p.p. em comparação com o 1T). Este aumento refletiu uma queda maior no consumo (refreado tanto pelas próprias restrições à mobilidade como por razões de precaução num ambiente incerto) do que no rendimento disponível das famílias (atenuado por políticas económicas de apoio, como o diferimento de pagamento de impostos, moratórias de créditos ou ajudas ao abrigo dos programas de *layoff* de regulação temporária de emprego).

O défice público aumenta devido ao combate à pandemia.

Em agosto, o balanço das Administrações Públicas (A. P.) situou-se em -4,8% do PIB, uma clara deterioração face a 2019 (em agosto do ano passado foi registado um superavit de +0,3%) devido às medidas de apoio às famílias e empresas para enfrentar o impacto económico da COVID-19. O défice reflete tanto um aumento nas despesas totais das A. P. (+4,9% homólogo em agosto) com a redução das receitas (-6,6% homólogo). Nos próximos meses, o combate à pandemia e a reativação incompleta da atividade económica continuará a pesar nas contas públicas. No entanto, em setembro, o Conselho Europeu aprovou a concessão de 5.900 milhões de euros a Portugal no âmbito do programa europeu de empréstimos SURE (fundos europeus para cobrir custos relacionados com programas de regulação temporária de emprego e outras medidas de âmbito laboral semelhantes), que ajudará a cobrir parte das necessidades de financiamento das A. P. originadas pela COVID-19.

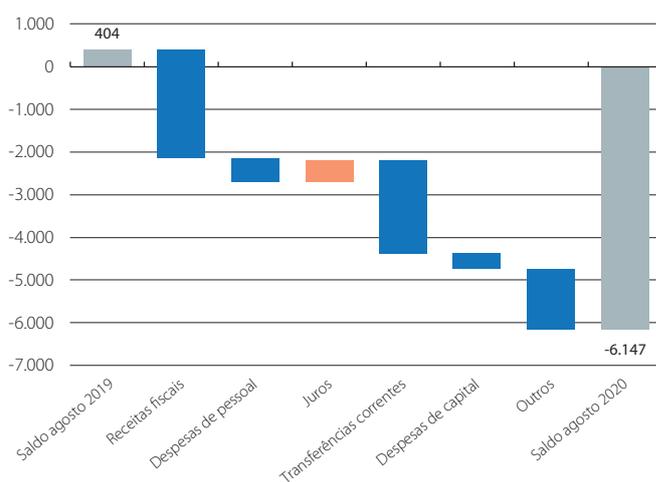
Desaceleração do preço da habitação. No 2T 2020, o índice de preços da habitação aumentou 0,8% em cadeia (7,8% homólogo) e, embora tenha permanecido em níveis positivos, registou um claro abrandamento face ao 1T (4,9% em cadeia e 10,3% em termos homólogos). Esta desaceleração deverá continuar nos próximos meses, em função de uma procura debilitada pelas incertezas do contexto económico. Neste sentido, por exemplo, as compras e vendas caíram 21,6% homólogo no 2T devido às fortes contrações da atividade ocorridas em abril e maio.

Portugal: chegadas de turistas estrangeiros em julho (Número de pessoas)



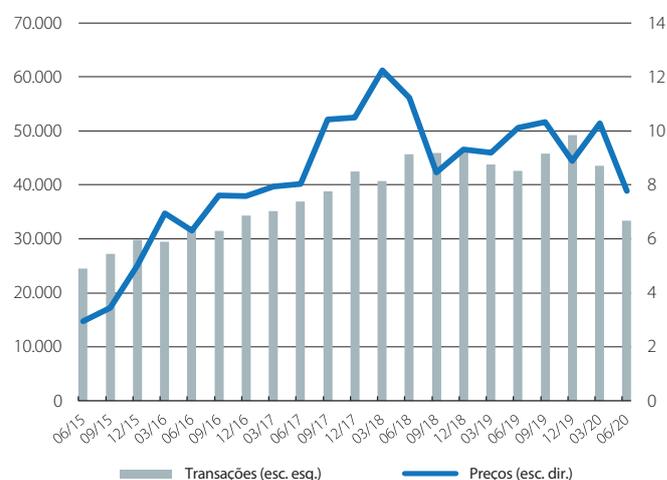
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: saldo das Administrações Públicas (Milhões de euros)



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

Portugal: preços e compras e vendas de imóveis (Número de transações) Variação homóloga (%)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Índice coincidente para a atividade	3,0	0,8	-1,2	-4,4	-9,1	...	-11,2	-11,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,1	-2,2	0,4	-1,4	-23,5	...	-8,8	3,1	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-4,3	-4,6	-24,8	-19,1	-25,6	-17,3	-14,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	20,3	5,9	5,9	1,6	-2,1	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	6,1	-0,7	-21,6	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	8,6	10,4	11,1	11,2	8,9	...	8,0	7,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,8	7,8	3,2	-29,7	...	-39,5	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	10,6	5,8	-36,9	-37,2	-46,9	-37,1	-27,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,4	3,7	3,0	-12,9	...	-3,0	-4,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,5	2,0	0,7	-3,7	-9,1	...	-11,3	-11,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-7,1	-8,6	-27,7	-26,9	-28,3	-26,0	-26,3
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,0	0,5	-0,3	-3,8	...	-3,1	-3,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,7	6,7	5,6	...	7,9	8,1	...
PIB	2,9	2,2	2,3	-2,3	-16,3	...	...	...	...

Preços

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Inflação global	1,0	0,3	0,3	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,4	0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-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	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,2	3,6	3,6	1,5	-6,7	...	-7,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,3	6,0	6,0	2,8	-7,7	...	-10,4	...	...
Saldo corrente	0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	...	-1,5	...	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,8	0,4	-1,1	...	-1,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	0,2	...	0,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	1,9	1,9	1,5	1,5	...	0,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	07/20	08/20	09/20
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	4,7	5,2	5,2	6,4	9,0	...	8,8	...	...
À vista e poupança	16,2	14,8	14,8	17,6	20,1	...	18,8	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,3	-2,9	-2,9	-3,2	-1,0	...	-0,6	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-32,3	5,6	5,6	-10,4	-15,7	...	-2,7	...	...
TOTAL	2,7	5,2	5,2	5,7	7,9	...	8,3	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-2,1	-0,1	-0,1	0,5	0,5	...	1,3	...	...
Empresas não financeiras	-4,5	-3,7	-3,7	-2,6	1,0	...	2,7	...	...
Famílias - habitações	-1,7	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	...	0,0	...	...
Famílias - outros fins	4,2	16,5	16,5	15,7	2,2	...	2,4	...	...
Administrações Públicas	-12,9	-4,7	-4,7	-4,9	-9,7	...	-6,6	...	...
TOTAL	-2,6	-0,3	-0,3	0,2	0,1	...	1,0	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	9,4	6,2	6,2	6,0	5,5	...	...	...	...

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.

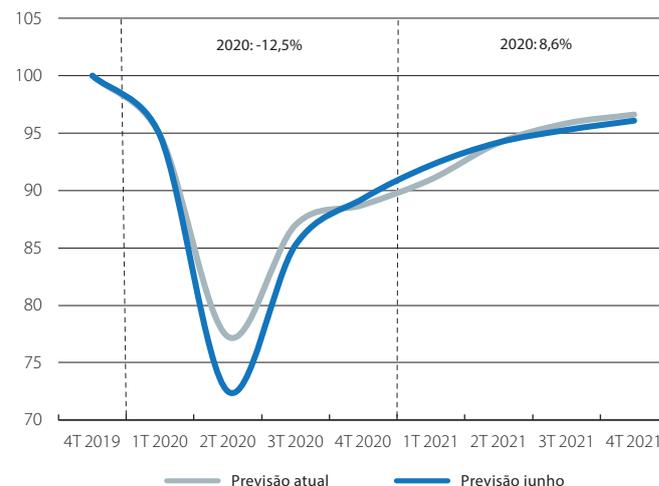
Reativação significativa, embora incompleta, da atividade

A economia reativa-se, mas a pandemia continuará a marcar o ritmo da atividade. Os indicadores disponíveis até à data mostram-nos que a economia espanhola se reativou de forma muito significativa desde o levantamento das medidas de contenção. Da mesma forma, o INE melhorou a estimativa do PIB para o 2T 2020, colocando-o em -17,8% em cadeia. O impacto económico do confinamento foi ligeiramente menor que o antecipado, levando-nos a reajustar a nossa projeção de crescimento do PIB para 2020 de -14,0% para -12,5%. No entanto, a maior mobilidade após o regresso das férias e o começo do ano letivo voltou a focar todas as atenções na evolução da pandemia. As nossas projeções macroeconómicas são compatíveis com o surgimento de surtos que sejam contidos com medidas específicas e localizadas, como os dados sugerem por agora. Assim, no último mês, o número de contágios confirmados por PCR situou-se em cerca de 8.000 casos diários, um número semelhante aos máximos registados entre março e abril, mas que por enquanto não está a originar a mesma tensão no sistema de saúde, visto a maior parte dos casos serem assintomáticos ou menos graves. Além disso, como mostram os dados de mobilidade, as medidas que estão a ser tomadas para combater os novos surtos não estão a impedir o regresso à atividade que está a decorrer em todo o país. No entanto, a incerteza em torno das projeções económicas permanece muito elevada, visto que dependem crucialmente da evolução da pandemia.

A melhoria da atividade tem sido muito assimétrica entre os setores. Assim, os indicadores mais recentes mostram que, embora a atividade tenha vindo gradualmente a regressar ao seu curso normal, o processo de recuperação ainda está longe de terminar. Da mesma forma, a recuperação está a ser heterogénea consoante o setor. Especificamente, enquanto o índice PMI do setor industrial se situou em 50,8 pontos em setembro, bem acima do mínimo registado em abril de 30,8 pontos e já em zona de expansão, o indicador homólogo para o setor dos serviços caiu 5,3 pontos para 42,4 pontos devido ao impacto do aumento das infeções por coronavírus a nível global. Em julho, a produção industrial caiu 6,4% em termos homólogos, um registo claramente melhor do que os -14,3% do mês anterior. Por outro lado, em agosto, as vendas a retalho caíram 2,4% em termos homólogos, uma queda ligeiramente inferior à do mês anterior (-3,9%), mas bem inferior à registada no pico das crises (-31,6%). Por último, em setembro, a despesa total com cartões em terminais de pagamento automático do CaixaBank e os levantamentos de dinheiro mostraram uma redução homóloga de 12%, uma taxa ligeiramente inferior à do mês anterior (-9%). Por componentes, destaque para o bom desempenho da despesa do consumo presencial por parte dos residentes, que se encontra já 4% acima do nível de setembro de 2019, em contraposição ao comportamento da despesa por parte de estrangeiros, que ainda cai cerca de 70% em termos homólogos. Este último registo é uma amostra das dificuldades que o setor do turismo atravessa, o qual sofre muito mais os efeitos da pandemia sobre a confiança e a atividade. Uma vez que consideramos todas as informações destes indicadores no seu conjunto, o nosso modelo de previsão Nowcasting do PIB a longo prazo fornece-nos uma previsão de crescimento do PIB para o 3T 2020 de cerca de 12% em cadeia.

Continua a recuperação do mercado de trabalho. O número de inscritos na Segurança Social continuou a apresentar dados positivos em setembro, (+84 mil inscritos, atingindo os 18,87 milhões). Trata-se do quinto mês de melhoria gradual. Da mes-

Espanha: evolução do PIB real
Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: BPI Research.

Mobilidade da população em estabelecimentos comerciais

Variação em comparação com o nível base * (%)

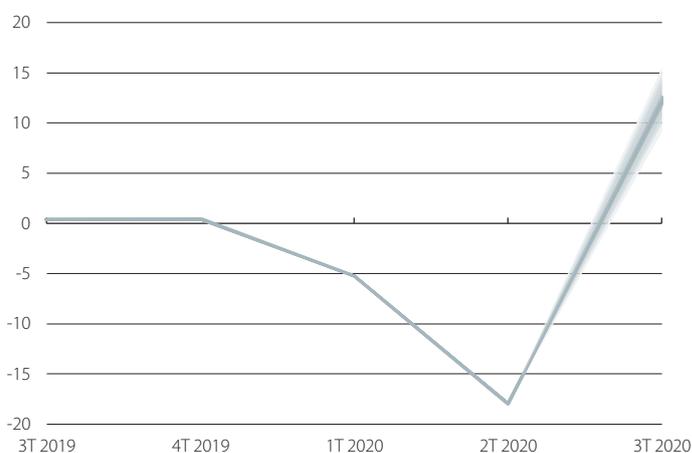


Notas: Dados com base numa média de 7 dias. * O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report.

Espanha: PIB

Variação em cadeia (%)



Nota: Intervalo de confiança de 90%.

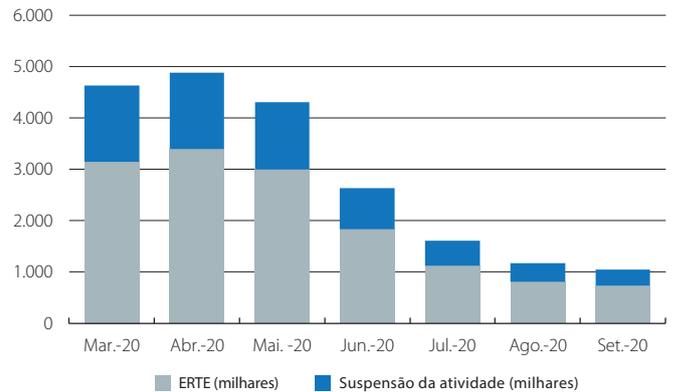
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

ma forma, o número de trabalhadores ao abrigo do regime de ERTE continuou a diminuir durante o mês de setembro, embora a um ritmo mais lento que nos meses anteriores. No final de setembro, permaneciam 729.000 inscritos no regime de ERTE (menos 84.000 do que no final de agosto). Este número implica que cerca de 6.000 trabalhadores foram diariamente reintegrados nos seus postos de trabalho, um ritmo mais lento que nos meses anteriores (+10.000 em agosto, +23.000 em julho). Desse modo, já saíram quase 80% dos trabalhadores em situação de regulação do emprego em abril, embora a maior parte das pessoas que permanecem em ERTE se concentre nalguns setores mais afetados pela crise e com maiores dificuldades para recuperar a atividade. Neste sentido, destaque para a extensão aprovada até ao final de janeiro de 2021. O acordo contempla, entre outras medidas, uma nova modalidade de ERTE específica para os setores particularmente afetados pela crise, em especial o turismo e o comércio. De uma forma geral, estimamos que o número de inscritos que trabalham e que não estão cobertos pelo regime de ERTE (total ou parcial) ou por uma suspensão da atividade (para trabalhadores independentes) foi de cerca de 17,8 milhões em setembro (-7,4% homólogo), um aumento de 373 mil trabalhadores face ao mês anterior.

O impacto da crise da COVID-19 está a começar a afetar o preço da habitação. Os indicadores do mercado imobiliário mostram uma recuperação significativa da atividade do setor após a paralisação sofrida durante o estado de emergência. Assim, do lado da procura, a compra e venda de habitação recuperou fortemente em julho, tendo aumentado 20% no comparativo mensal, embora em termos acumulados até agora este ano ainda registre uma queda de 25,8% em termos homólogos. Do lado da oferta, o setor da construção também retomou rapidamente a sua atividade. Em agosto, o consumo de cimento estava apenas 2,1% abaixo do nível de agosto do ano anterior, com uma recuperação significativa em relação à queda de 50% em abril. Apesar da reativação da atividade, os principais índices de preços da habitação já começam a evidenciar o impacto da crise no mercado. Assim, de acordo com os dados da avaliação, o preço da habitação intensificou a sua queda no 2T 2020 com 1,8% em cadeia (-0,8% no 1T 2020). Em termos homólogos, o preço caiu pela primeira vez desde o 1T 2015 (-1,7% homólogo). Por sua vez, de acordo com os dados de transação, os preços mantiveram-se praticamente estagnados em termos em cadeia (+0,1%) e moderadamente superiores em termos homólogos (+2,1%). Nos próximos trimestres, esperamos que a queda dos preços da habitação continue. Contudo, é importante destacar que a situação em que o setor se encontrava antes da COVID-19 era muito mais favorável do que na recessão anterior, o que oferece alguma confiança no que respeita à sua capacidade de recuperação.

A poupança das famílias aumenta fortemente como resultado do confinamento. No 2T 2020, a taxa de poupança das famílias cresceu de forma bastante acentuada (11,2% no acumulado de quatro trimestres, face a 7,9% no 1T 2020), atingindo o maior nível desde 2010. Este aumento da poupança reflete uma queda do consumo das famílias muito mais acentuada que a queda do rendimento (-6,3% homólogo do consumo face a -1,1% dos rendimentos). Assim, enquanto o consumo sofreu tanto pela impossibilidade de realização de determinados tipos de despesas durante os meses de confinamento, como pela incerteza face à evolução futura da economia, os rendimentos beneficiaram de todas as políticas de salvaguarda da capacidade de poder de compra das famílias que têm vindo a ser implementadas desde a primavera (como, por exemplo, com os ERTE) e que compensaram parcialmente o impacto negativo do aumento do desemprego.

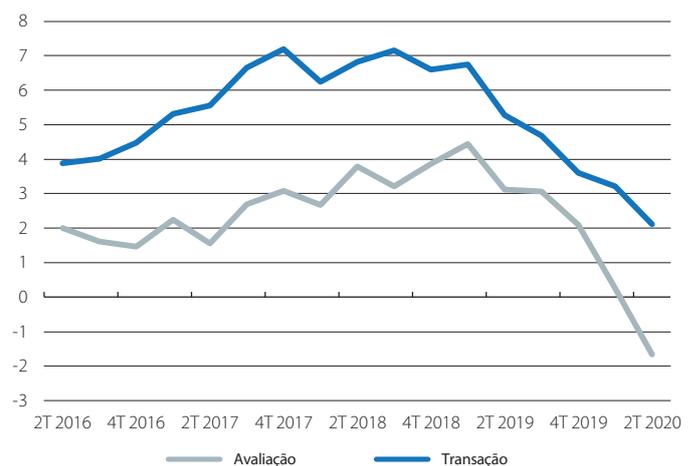
Espanha: evolução do número de trabalhadores no regime de ERTE e em suspensão da atividade
Números no fim do mês (milhares)



Notas: Os regimes de layoff «ERTE» incluem o ERTE por força maior total, parcial e por causas objetivas. Estimativa própria do número de trabalhadores independentes com suspensão da atividade.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do MITRAMISS (Ministério do Trabalho e Economia Social, e do Ministério da Inserção, Segurança Social e das Migrações) de Espanha.

Espanha: preço da habitação

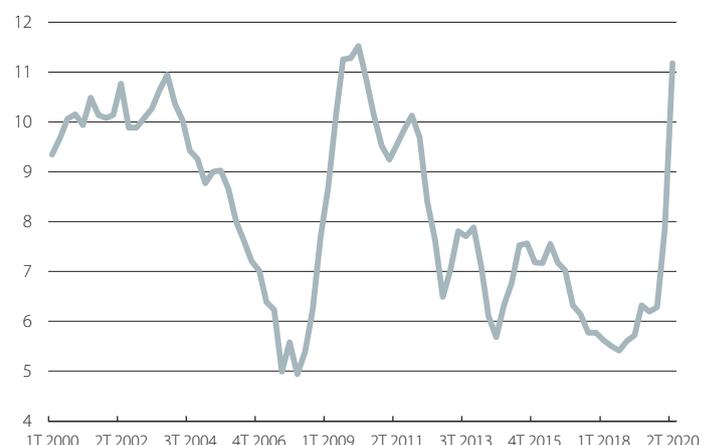
Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol e do Ministério da Indústria, Transporte e Mobilidade (MITMA) de Espanha.

Espanha: taxa de poupança

(% do rendimento bruto disponível)*



Nota: * Média móvel de quatro trimestres.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

Evolução da desigualdade em tempo real: impacto da reativação económica

Ao longo da história, as pandemias e guerras tiveram um profundo impacto na distribuição de rendimento e riqueza¹, razão pela qual não é surpreendente que a crise produzida pela COVID-19 tenha causado tanto alarmismo. De facto, o impacto económico desta pandemia é de tal dimensão que o aumento da desigualdade poderia ter sido muito forte se as atuações do setor público não o estivessem a amortecer. Por outro lado, a recuperação da atividade que tem levado ao levantamento das restrições à mobilidade começa já a refletir nos índices de desigualdade, que vão diminuindo gradualmente desde os níveis elevados registados durante o pico da crise.

Estas são as principais mensagens que emergem da atualização dos indicadores de desigualdade desenvolvidos pela equipa formada por investigadores da Universidade Pompeu Fabra, do Institute of Political Economy and Governance (IPEG) e do CaixaBank Research². Através da análise dos dados internos do CaixaBank, especificamente da evolução dos salários (logicamente anónimos) e da aplicação de técnicas de *big data* para gerir o grande volume de informação disponível (cada mês são analisados cerca de três milhões de ordenados)³, construímos as ferramentas necessárias para rastrear em tempo real o impacto que a crise económica está a ter nos rendimentos salariais dos trabalhadores e sobre a desigualdade salarial em geral⁴.

Especificamente, quando analisamos a evolução dos rendimentos salariais sem incorporação das transferências do setor público, observamos que a desigualdade (medida pelo índice de Gini) sofreu um aumento repentino e acentuado durante os meses de março e abril. No entanto, a partir de maio e principalmente durante o mês de junho, meses em que as medidas de contenção começaram a ser levantadas e a atividade reativou novamente, o índice de Gini desfez parte do caminho percorrido nos meses anteriores. Assim, se em abril o índice de Gini estava 11 pontos acima do nível registado em fevereiro⁵, em junho o

1. Ver Scheidel, W. (2018). «The great leveler: Violence and the history of inequality from the Stone Age to the twenty-first century». Princeton University Press. Wade (2020). An unequal Blow. Science. Vol. 368, Issue 6492, pp. 700-703.

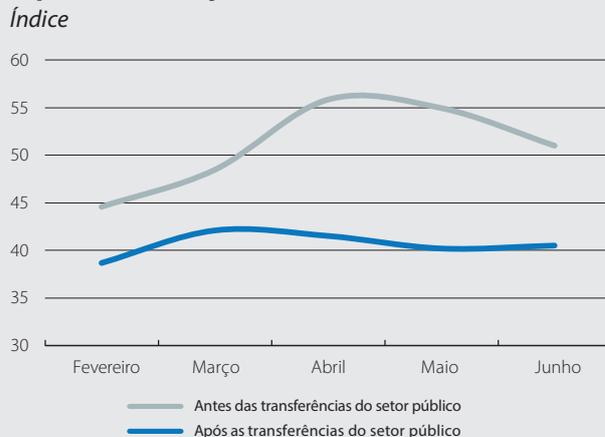
2. A equipa é constituída por Oriol Aspachs (CaixaBank Research), Ruben Durante (ICREA-UPF, IPEG e Barcelona GSE), Alberto Graziano (CaixaBank Research), Josep Mestres (CaixaBank Research), José G. Montalvo (UPF, IPEG e Barcelona GSE) e Marta Reynal-Querol (ICREA-UPF, IPEG e Barcelona GSE).

3. Com 27% da massa salarial, o CaixaBank detém a maior quota de mercado de Espanha.

4. Aspachs *et al.* (2020). «Real-Time Inequality and the Welfare State in Motion: Evidence from COVID-19 in Spain». Barcelona GSE Working Paper.

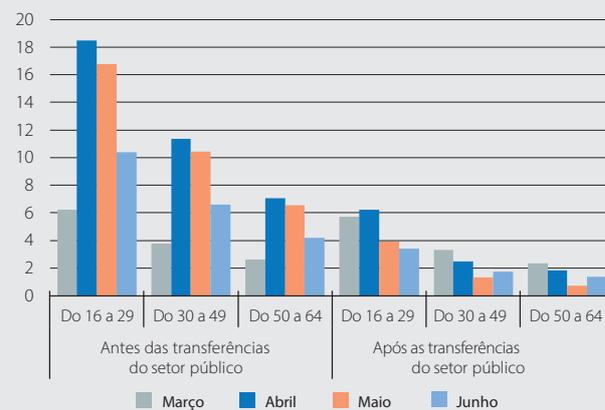
5. Para contextualizar estes 11 pontos, basta observar que, de acordo com os dados da OCDE, eles equivalem à diferença de desigualdade entre os EUA (índice de Gini de 39 pontos) e a Suécia (índice de Gini de 28 pontos).

Espanha: evolução mensal do índice de Gini



Espanha: evolução do índice de Gini por faixas etárias

(Variação face a fevereiro de 2020)



aumento em relação aos níveis anteriores à crise foi de 6 pontos. Um aumento ainda muito significativo, mas claramente inferior ao registado no pico da crise.

Quando consideramos as transferências efetuadas pelo setor público, como por exemplo os subsídios de desemprego ou as transferências recebidas por trabalhadores abrangidos pelo regime de ERTE, a imagem muda significativamente. O aumento do nível de desigualdade também é acentuado, mas muito inferior. Neste caso, o índice de Gini de junho ficou «apenas» 2 pontos acima do registo de fevereiro e 1,6 pontos abaixo do nível alcançado em abril.

Além disso, o impacto da crise não é o mesmo entre os vários grupos da sociedade. O aumento da desigualdade, tanto antes como depois das transferências do setor

público, foi especialmente acentuado entre os jovens e os imigrantes. No caso dos jovens, o aumento do índice de Gini foi de 18 pontos em abril se não forem consideradas as transferências do setor público e de 6 pontos ao serem integradas na análise. Para pessoas nascidas fora de Espanha, o aumento do índice foi de 17 pontos antes das transferências do setor público e posteriormente de 5 pontos.

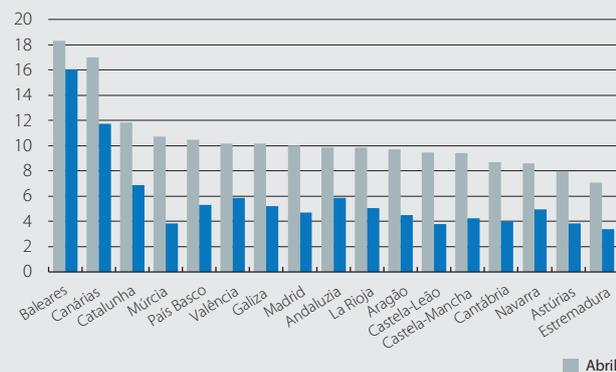
É importante destacar que os jovens e os imigrantes são também os que mais beneficiam com a reativação do mercado de trabalho. Como é possível observar nos gráficos, é bastante perceptível a redução do índice de Gini antes das transferências do setor público, sentida tanto pelos jovens como pelos imigrantes entre os meses de maio e junho: 7 pontos em ambos os casos.

As fortes oscilações do índice de Gini para estes dois grupos refletem um problema bem conhecido do mercado de trabalho espanhol: a sua dualidade. É nestes grupos onde mais pessoas trabalham em condições precárias sendo, portanto, aquelas que mais sofrem quando ocorrem os ajustamentos da atividade: concentram grande parte dos trabalhadores que perdem o emprego e possuem uma cobertura mais limitada por parte do setor público. Por esta mesma razão, são também os que mais beneficiam da atual reativação económica. No entanto, é crucial reduzir a dualidade do mercado de trabalho para diminuir a sua vulnerabilidade a longo prazo.

Finalmente, a análise da evolução da desigualdade por comunidade autónoma revela também algumas diferenças marcantes. Como é possível observar nos gráficos, em abril o aumento do índice de Gini foi acentuado e generalizado em todas as comunidades se não forem consideradas as transferências do setor público. No entanto, é de verificar que a recuperação foi especialmente elevada nas Ilhas Baleares e nas Ilhas Canárias, duas comunidades onde o turismo possui um peso particularmente elevado.

Espanha: evolução do índice de Gini por Comunidades Autónomas antes das transferências do setor público

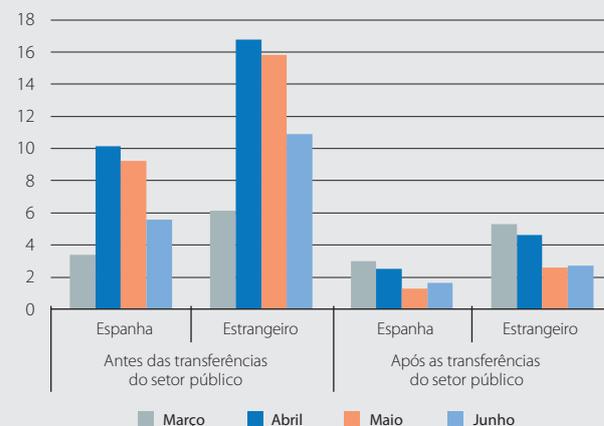
(Variação face a fevereiro de 2020)



Nota: Índice corrigido da variação sazonal.
Fonte: BPI Research.

Espanha: evolução do índice de Gini por país de nascimento

(Variação face a fevereiro de 2020)

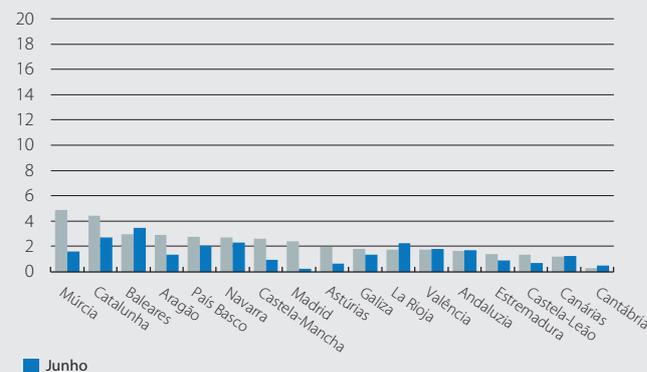


Nota: Dados corrigidos da variação sazonal.
Fonte: BPI Research.

Em contrapartida, em junho a desigualdade tinha diminuído consideravelmente em todas elas, graças à recuperação económica, embora persistissem algumas diferenças. No entanto, uma vez que as transferências do setor público são levadas em consideração, o aumento é muito menor e as diferenças entre as comunidades autónomas reduzem substancialmente.

Espanha: evolução do índice de Gini por Comunidades Autónomas após as transferências do setor público

(Variação face a fevereiro de 2020)



Planos de pensões de emprego: uma opção que abre o seu caminho

- O Ministério da Segurança Social aponta os regimes britânicos de pensões de emprego como uma referência a ter em consideração na reforma do sistema de pensões.
- O sistema de pensões de emprego no Reino Unido é baseado num modelo de inscrição automática que, desde a sua introdução em 2012, tem colhido resultados positivos ao melhorar substancialmente a participação de jovens e de grupos de baixos rendimentos nestes planos.
- Em Espanha, a promoção destes planos de emprego poderá ser uma opção interessante para incentivar a utilização de mecanismos de poupança privada para grande parte da sociedade. Atualmente, apenas 1 em cada 10 trabalhadores possui um plano de pensões deste tipo.

A reforma das pensões que está a ser preparada em Espanha é uma questão delicada e urgente. O facto é que o défice estrutural da Segurança Social (cerca de 18.000 milhões de euros) e a necessidade de garantir a sustentabilidade do sistema a longo prazo face ao envelhecimento demográfico são desafios incontornáveis para a economia espanhola. Neste contexto, o ministro da Inserção, Segurança Social e das Migrações, José Luis Escrivá, anunciou que pretende promover planos de pensões de emprego (também denominados planos de empresas) para promover a poupança a longo prazo e cujo modelo interessante de referência é o britânico.

Em que consiste este modelo e em que medida poderá ser exportado para Espanha? Desde 2012, as empresas britânicas têm que inscrever automaticamente os trabalhadores (sempre que cumpram certas condições: salário superior a 10.000 libras, idade superior a 22 anos...) num plano de pensões da empresa, embora os trabalhadores possam sair voluntariamente no prazo de um mês. Pretende-se, desta forma, dar aos agentes económicos um «impulso» necessário para começarem a poupar e não deixarem adiar este procedimento. Da mesma forma, são exigidas contribuições anuais mínimas de 8%¹ do salário do trabalhador² (antes de abril de 2019, eram de 5%, tendo vindo a aumentar progressivamente desde 2012 até atingirem os 8%) distribuídas da seguinte forma: uma contribuição de 3% por parte da empresa³ e uma contribuição de 5% por parte do empregado (embora, geralmente, a sua contribuição de início seja já de 4% graças a uma dedução fiscal do imposto sobre o rendimento)⁴.

Por agora, tudo indica que os planos de pensões de emprego estão a cumprir o seu objetivo de fazer com que um

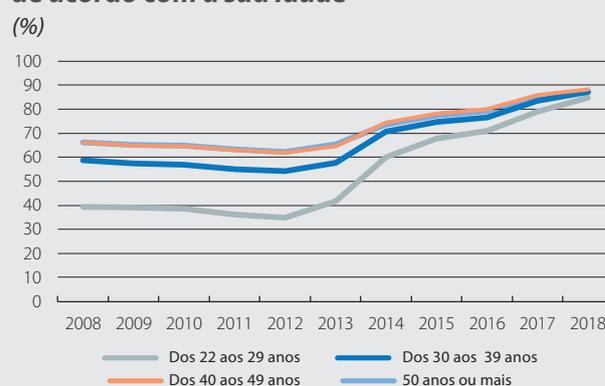
1. Os 8% foram fixados porque a Comissão de Pensões que idealizou a reforma em 2005 previa que com este valor, graças ao plano de pensões de emprego, o assalariado médio receberia uma pensão que representaria 15% do seu salário em relação aos 30% da pensão pública.

2. São tomados como referência para aplicar estes 8% os denominados *qualifying earnings* em vez do salário contribuível para a reforma: salário superior a 6.420 libras anuais e inferior a 50.000. Estes intervalos são atualizados anualmente.

3. Alguns destes planos dão à empresa a opção de contribuir acima do mínimo legal de 3%, em cujo caso o empregado pode reduzir a sua contribuição desde que atinja os 8%.

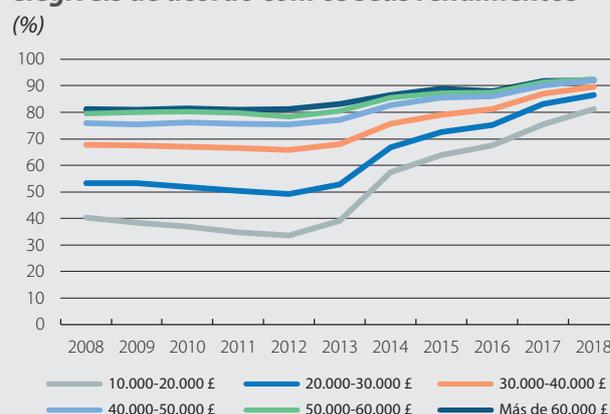
4. As pessoas com rendimentos elevados (rendimento acima de 50.000 libras anuais) podem solicitar *a posteriori* uma maior dedução fiscal a posteriori, pois a taxa marginal está acima de 20%. Nestes casos, a contribuição do trabalhador pode ficar abaixo dos 4%.

Planos de emprego do Reino Unido: taxa de participação dos trabalhadores elegíveis de acordo com a sua idade



Fonte: BPI Research, a partir de dados do «Automatic Enrolment Evaluation Report 2019» do Departamento de Trabalho e Pensões do Reino Unido.

Planos de emprego do Reino Unido: taxa de participação dos trabalhadores elegíveis de acordo com os seus rendimentos



Fonte: BPI Research, a partir de dados do «Automatic Enrolment Evaluation Report 2019» do Departamento de Trabalho e Pensões do Reino Unido.

maior número de pessoas poupe para a sua reforma. Especificamente, em 2018, 87% dos 21,5 milhões de trabalhadores britânicos elegíveis para estes planos da empresa (de um total de 30 milhões de trabalhadores) participaram nos mesmos, em comparação com os 55% antes da reforma de 2012. Em contrapartida, apenas 9% em média cancelou a inscrição no plano, no mês seguinte à inscrição no mesmo.

Se olharmos para os dados de participação com maior detalhe, obteremos igualmente resultados encorajadores. Por um lado, como é possível observar no primeiro gráfico, o aumento da taxa de participação foi especialmente relevante para os trabalhadores menores de 30 anos, um grupo para o qual a poupança é especialmente benéfica a longo prazo, mas para o qual é necessário fornecer bons incentivos para o fazer. Especificamente, a taxa de participação dos trabalhadores entre 22 e 29 anos elegíveis para os planos de empresa (quase 700.000 em 2018) passou de 35% em 2012 para 85% em 2018. Por outro lado, também serviu para incentivar a poupança de pessoas de baixos rendimentos: a taxa de participação dos trabalhadores britânicos com rendimentos entre 10.000 e 20.000 libras elegíveis para planos de empresa (mais de 1 milhão de trabalhadores em 2018) passou de 34 % em 2012 para 81% em 2018 (ver o segundo gráfico).

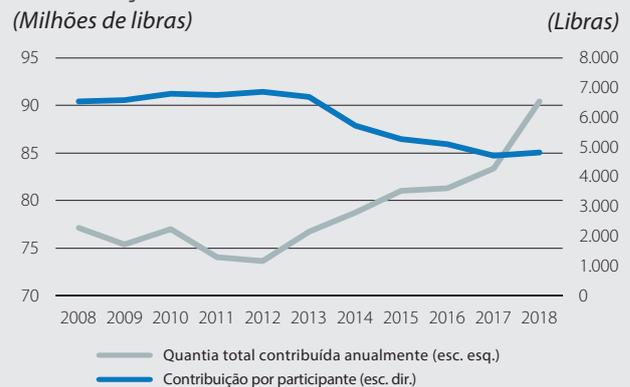
Em relação ao volume de contribuições, o valor total de contribuições em 2018 para estes planos foi de 90.000 milhões de libras (4,2% do PIB britânico), o que representou em média uma contribuição por participante de 4.800 libras. Como referência, a pensão pública anual recebida por um assalariado britânico que se reforme agora após 35 anos de contribuições é de cerca de 9.000 libras anuais. No entanto, está a ser difícil que os trabalhadores façam contribuições substanciais para estes planos: 64% desta poupança foram contribuições por parte das empresas em comparação com 26% por parte dos empregados (apenas 27% dos trabalhadores participantes do setor privado fazem contribuições superiores a 5% do seu salário para a pensão de reforma).

Até que ponto o modelo britânico de pensões privadas pode ser exportado para Espanha? Este tipo de comparação é sempre complexo, devido às diferenças institucionais e às particularidades dos dois sistemas de pensões. Contudo, a introdução de mecanismos que complementem o sistema público de pensões poderá ser de grande ajuda devido à previsível queda da taxa de substituição – rácio entre a pensão média e o salário médio – das pensões públicas, que atualmente é de 73%, um valor que será difícil de sustentar face às pressões demográficas (na média da OCDE a taxa de substituição das pensões públicas é de 40%).

As pessoas com rendimentos elevados (rendimento acima de 50.000 libras anuais) poderão solicitar *a posteriori* uma maior dedução fiscal, pois a taxa marginal está acima de 20%. Nestes casos, a contribuição do trabalhador pode ficar abaixo dos 4%.

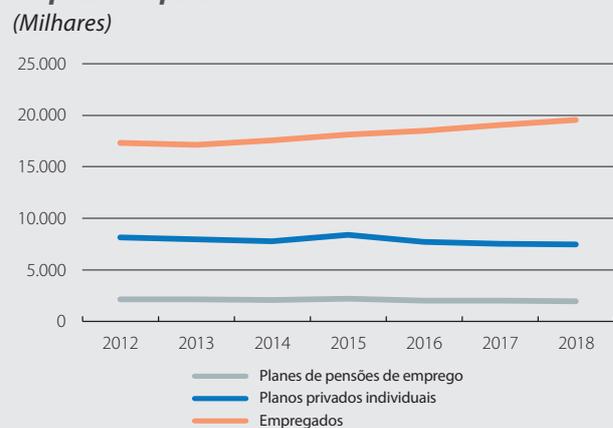
Os planos de pensões de emprego são praticamente residuais em Espanha, de modo que um modelo de inscrição automática semelhante ao britânico poderia aumentar significativamente a poupança privada. A título de referência, apenas 1 em cada 10 trabalhadores espanhóis possuía um plano deste tipo em 2018, dos quais 66% não efetuou qualquer tipo de contribuição. No que diz respeito aos planos de pensões individuais, existem cerca de 7,5 milhões, um

Planos de emprego do Reino Unido: contribuições anuais



Fonte: BPI Research, a partir de dados do «Official statistics on workplace pension participation and saving trends of eligible employees: 2008-2018», elaborado pelo Departamento de Trabalho e Pensões do Reino Unido.

Espanha: número de contas aderidas a planos de pensões privados



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Relatório estatístico de instrumentos de previsão social complementar de 2018, elaborado pela Direção Geral de Seguros e Pensões.

número também baixo se o compararmos com o número de trabalhadores existentes (ver o quarto gráfico).

No entanto, a implementação de um sistema com estas características em Espanha enfrentará desafios muito importantes. Um desafio é concebê-lo para que os custos profissionais para as empresas não aumentem significativamente e para que seja o suficientemente atraente para os trabalhadores (o que certamente exigirá deduções fiscais). Outro desafio é como fazer com que alcance o maior número de pessoas possível e fortaleça a equidade: por exemplo, no Reino Unido uma das lacunas é que existem mais de 8 milhões de trabalhadores que não são elegíveis para estes planos, incluindo pessoas que recebem menos de 10.000 libras anuais e os trabalhadores independentes. Outra diferença fundamental em relação ao Reino Unido é que, mesmo antes da reforma de 2012, estes regimes de pensões já eram bastante difundidos em solo britânico. Em parte, convém referir porque a taxa de substituição das pensões públicas no Reino Unido tem sido historicamente muito mais baixa que na maior parte das economias avançadas.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Indústria									
Índice de produção industrial	0,3	0,7	1,0	0,3	-6,4	-24,4	-14,3	-6,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-2,0	-5,2	-5,4	-27,8	-23,2	-12,7	-11,8
PMI das indústrias (valor)	53,3	49,1	48,2	47,2	48,2	39,4	49,0	53,5	49,9
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	25,7	17,2	13,0	8,0	0,0	-13,4	-16,1	-21,4	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,6	2,0	-2,0	-3,7	-12,3	-15,5	-18,8	...
Preço da habitação	6,7	5,1	4,7	3,6	3,2	2,1	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,0	1,5	2,0	1,4	-0,9	-22,6	-32,7	-41,5	-50,5
PMI dos serviços (valor)	54,8	53,9	53,5	53,6	42,5	28,4	50,2	51,9	47,7
Consumo									
Vendas a retalho	0,7	2,3	3,4	2,3	-3,8	-18,4	-4,8	-3,9	-2,4
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	-7,9	5,1	-27,6	-68,6	-36,7	1,1	-10,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-5,8	-10,5	-10,3	-27,9	-25,6	-25,6	-28,7
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,7	2,3	1,8	2,1	1,1	-6,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,3	14,1	13,9	13,8	14,4	15,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,1	2,6	2,5	2,2	1,2	-4,4	-4,6	-3,8	-2,7
PIB	2,4	2,0	1,8	1,7	-4,2	-21,5	-	-	-

Preços

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Inflação global	1,7	0,7	0,3	0,4	0,6	-0,7	-0,3	-0,6	-0,5
Inflação subjacente	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	1,0	0,6	0,4

Setor externo

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,9	1,8	1,7	1,8	1,0	-7,2	-7,2	-8,2	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,6	1,0	3,0	1,0	-1,0	-9,3	-9,3	-10,6	...
Saldo corrente	23,2	26,6	23,7	26,6	27,1	17,6	17,6	15,3	...
Bens e serviços	32,8	37,5	34,5	37,5	38,0	27,7	27,7	25,6	...
Rendimentos primários e secundários	-9,5	-10,9	-10,8	-10,9	-10,9	-10,1	-10,1	-10,3	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	29,0	30,8	29,7	30,8	31,3	21,5	21,5	19,2	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	06/20	07/20	08/20
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,2	5,4	5,4	5,4	4,5	7,9	7,6	9,1	...
À vista e poupança	10,9	10,7	10,3	10,3	8,9	13,0	12,1	14,1	...
A prazo e com pré-aviso	-19,9	-13,4	-13,2	-13,9	-16,4	-16,1	-15,9	-16,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,4	8,8	3,7	-2,1	-6,2	-6,6	-3,1	5,8	...
TOTAL	3,9	5,6	5,3	4,8	3,8	7,0	6,9	8,9	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,4	-1,5	-1,1	-1,5	-1,0	1,5	1,9	1,8	1,9
Empresas não financeiras	-5,5	-3,4	-2,3	-3,0	-1,7	6,1	7,1	6,7	7,0
Famílias - habitações	-1,1	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-2,1	-2,2	-1,9	-1,9
Famílias - outros fins	2,8	3,2	3,4	2,2	2,5	0,6	0,9	0,5	0,2
Administrações Públicas	-10,6	-6,0	-5,4	-1,2	1,7	0,1	-1,5	0,5	2,3
TOTAL	-2,9	-1,7	-1,4	-1,5	-0,9	1,5	1,7	1,7	1,9
Taxa de incumprimento (%)⁴	5,8	4,8	5,1	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7	...

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 peso da dívida da COVID-19

A COVID-19 afetou-nos em várias vertentes e impôs-se como mais uma protagonista das nossas vidas. Isto abalou os nossos hábitos e mudou o mundo em que vivemos - de assuntos mais corriqueiros a áreas mais importantes - de fazer com que conversas informais (ou formais) sobre o futebol ou o tempo dessem lugar a conversas sobre o afundar da economia mundial na pior recessão dos tempos modernos. A COVID-19 também moldará o mundo do futuro. Nestas páginas falámos sobre teletrabalho, digitalização ou comércio internacional¹. Outro dos tentáculos da COVID-19 será um grande fardo de dívidas. Quanto pesará e de que forma condicionará o nosso mundo de amanhã? Vamos explorar este assunto nas páginas seguintes deste Dossier, mas primeiro vamos começar com os dados.

Dimensão, alcance e velocidade

Perante uma crise excecional, o aumento da dívida também será excecional: em dimensão, velocidade e alcance. Devido à possibilidade de se poder endividar mais e com melhores condições (taxas de juro mais baixas e vencimentos mais longos), o setor público absorverá a maior parte do aumento que, como mostra a tabela, nos colocará em níveis de dívida praticamente nunca vistos antes (os precedentes históricos estão intimamente ligados a grandes guerras)². Além disso, o aumento será extraordinariamente abrupto. Por exemplo, na Itália e em Espanha, prevê-se um salto de +25 p.p. do PIB em apenas um ano quando, após a crise financeira de 2007-2008, demorou cinco e três anos, respetivamente, para acumular um aumento semelhante (e nesta altura partia-se de uma maior margem de manobra fiscal).

Além disso, a tabela também mostra que a recuperação da dívida pública será generalizada entre as economias avançadas e emergentes. De facto, embora os aumentos sejam ligeiramente menores entre os países emergentes, a sua situação é particularmente delicada porque possuem menos margem fiscal, dependem mais do financiamento externo e estão mais sujeitos a crises de dívida. Por esta razão, os programas de alívio da dívida lançados pelo G-20, pelo FMI e por outras organizações internacionais ganham uma importância especial³.

Embora o aumento da dívida pública venha de um ponto de partida já elevado, as famílias partem, em geral, de níveis de dívida claramente inferiores aos que tinham no período que antecedeu a crise financeira de 2007-2008 (ver o primeiro gráfico), o que pelo menos sugere que enfrentam as turbulências da COVID-19 com balanços mais sólidos. No entanto, a situação da dívida das empresas é ligeiramente mais mista. Na última década, as empresas ficaram claramente com menor dívida em países como Espanha, Itália e Portugal, e mantiveram níveis de dívida relativamente moderados nos EUA e na Alemanha e elevados em França. Apesar disso, surgiram vulnerabilidades, como a deterioração da qualidade da dívida das empresas nos EUA, principalmente devido ao número relativamente elevado de empresas suscetíveis a ser um «anjo caído» (empresas cuja dívida é aparentemente de boa qualidade, mas que com uma pequena descida da sua classificação de crédito passariam a ter um *rating* de grau especulativo) e o crescimento da dívida entre empresas que já partiam de elevados níveis de endividamentos⁴. Além disso, entre as economias emergentes, houve um crescimento muito forte da dívida das empresas na China, que mais que triplicou desde 2008⁵.

Primeiras pistas nos dados

De facto, a China é um dos primeiros países dos quais temos dados sobre o impacto da COVID-19 sobre a dívida privada⁶, e as

Dívida pública: previsões para 2020 e máximos históricos

	Aumento previsto (p. p.)	Nível previsto (%)	Máximo histórico (de acordo com os dados disponíveis)
Avançadas	17	122	Ano 1835 (165%)
EUA	22	131	Ano 2020
Japão	15	252	Ano 2020
Reino Unido	10	96	Ano 1947 (264%)
Zona Euro	16	101	–
Alemanha	12	72	Ano 2020
Espanha	25	121	Ano 1880 (162%)
França	21	119	Ano 1921 (237%)
Itália	25	160	Ano 1920 (160%)
Holanda	11	60	Ano 1834 (247%)
Portugal	23	140	Ano 2020
Emergentes	9	62	Ano 1882 (108%)
China	11	65	Ano 2020
Brasil	9	98	Ano 1884 (121%)
México	8	61	Ano 1986 (78%)
Europa emergente	7	37	–

Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias (Espanha e Portugal), do consenso da Focus Economics de setembro de 2020 (resto da Zona Euro) e o Fiscal Monitor de abril de 2020 do FMI (resto). Dados históricos do FMI (Historical Public Debt Database).

1. Ver o Dossier «O mundo depois da COVID-19» na IM05/2020 e o Dossier «Teletrabalho, uma herança da pandemia» na IM09/2020.

2. A dimensão final é incerta, pois depende de quanto o PIB acabará por cair em 2020 (ela determinará o tamanho final dos estabilizadores automáticos, das medidas discricionárias e das garantias de crédito público que forem executadas).

3. Ver Arellano, C. *et al.* (2020). «Deadly Debt Crises: COVID-19 in Emerging Markets». NBER Working Paper.

4. No início do ano, 10%-15% da dívida das empresas com 'grau de investimento' estava a apenas um ou dois passos de cair para o 'grau especulativo'. Analisámos recentemente ambas as vulnerabilidades no Focus «As vulnerabilidades da dívida das empresas face a um choque histórico», na IM05/2020.

5. Analisámos as suas vulnerabilidades no Focus «Dívida das empresas chinesa: existe razão para nos preocuparmos?» na IM10/2016.

6. Na China, o golpe económico da COVID-19 concentrou-se no 1T 2020, último trimestre para o qual o BIS publica dados de qualidade para a dívida baseados numa comparação internacional.

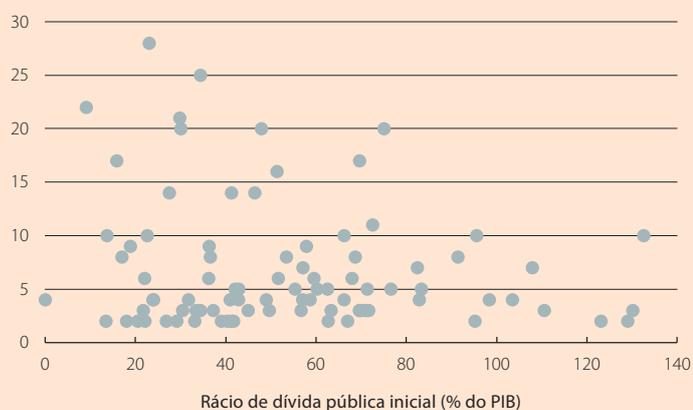
dimensões são significativas: enquanto o endividamento das famílias aumentou apenas 2 p.p. do PIB no 1T 2020, a dívida das empresas (não financeiras) aumentou 10 p.p., situando-se novamente perto dos máximos que tanto preocupavam em 2015 e 2016. Entre as economias avançadas, a informação ainda é escassa porque o castigo da COVID-19 se concentrou no 2T 2020, mas os primeiros dados disponíveis para os EUA⁷ mostram um crescimento abrupto da dívida das empresas e de relativa normalidade no caso das famílias: entre janeiro e junho, a dívida das empresas não financeiras aumentou 9,4% (cerca do dobro do aumento total registado em 2019), enquanto o endividamento das famílias se manteve muito mais estável (+1,9%, valor semelhante ao registado no mesmo período do ano passado). De facto, ao desagregar estes valores, torna-se claro que medidas como moratórias sobre empréstimos (principalmente hipotecas) e avales e garantias públicas para linhas de crédito têm impedido uma maior afetação nos balanços das famílias e das empresas. Além disso, como resultado das ajudas recebidas, da poupança preventiva e da recuperação dos preços financeiros, a família média norte-americana realmente melhorou as suas reservas de capital. De qualquer forma, e embora a grande série de medidas económicas contra a COVID-19 sugira que o grosso da dívida seja público, a melhoria nos balanços das famílias é provavelmente temporária e, no conjunto das empresas e famílias, dependerá muito da evolução da atividade e do mercado de trabalho nos próximos trimestres.

Uma carga menos pesada do que parece?

Nas próximas páginas deste Dossier analisaremos as lições que outros episódios históricos nos oferecem e as possíveis consequências deste forte, abrupto e generalizado aumento da dívida.

Dívida pública e $r-g$

Duração do episódio $r-g < 0$ (anos)



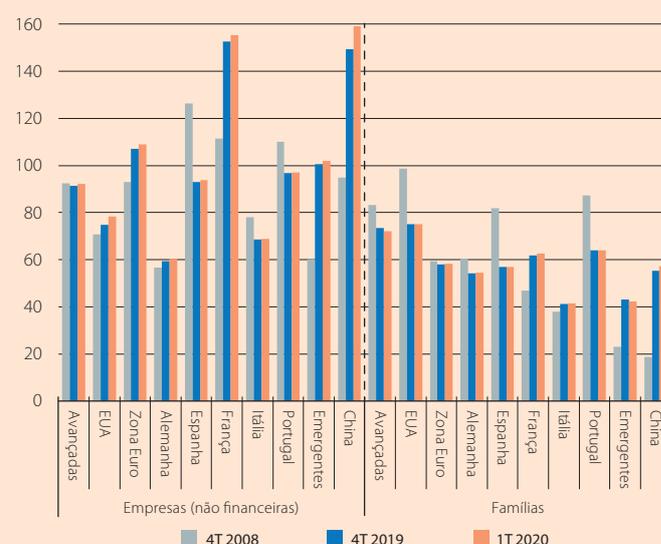
Nota: Amostra das 17 economias avançadas entre os anos 1950 e 2016.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Jordà et al. (2017). «Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts». NBER Macroeconomics Annual.

da deverá ser suportável. Inclusivamente, poderá até ser atenuado ligeiramente se se tirar proveito das taxas de juro baixas para refinanciar dívidas antigas. No entanto, o fundamental é que a recuperação da economia seja o mais dinâmica e sustentável possível: se a atividade estagnar e sofrer danos permanentes, o rendimento das famílias, empresas e governos sofrerá e a dívida pesará ainda mais. Além disso, sempre que a recuperação estiver no caminho certo, enfrentar a redução da dívida também será fundamental. Pode ser tentador acomodar-nos na almofada de um crescimento das receitas (g) superior ao pagamento de juros (r), mas a experiência histórica aconselha prudência: tal como mostramos no último gráfico, estes períodos de $r < g$ tendem a ser mais curtos e menos frequentes quanto maior for o nível de dívida⁸.

Dívida privada a nível global

(% do PIB)



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

Contudo, antes de mais nada, é importante destacar que o aumento da dívida é uma reação necessária e efetiva para amenizar os danos de uma queda sem precedentes no rendimento das famílias e das empresas: endividar-se consiste em quebrar esta queda excepcional em partes menores e distribuí-las ao longo do tempo. De facto, a própria resposta da política económica incentiva e facilita o aumento da dívida, tanto pública (com um aumento muito significativo da despesa através de estabilizadores automáticos e medidas discricionárias) como privada (através de garantias e de uma política monetária acomodatória).

Ao avaliar o novo mundo da dívida que nos espera, devemos considerar o aumento dos níveis de dívida (excepcional mas necessário e, como veremos, factível de ser gerido), por um lado, e o peso desta dívida (fluxos de pagamento da dívida em relação aos fluxos de rendimento das famílias/empresas/governos), por outro. Num ambiente de taxas de juro baixas e de dívida financiada com prazos longos, este peso da dívida

7. O relatório trimestral sobre a dívida e crédito às famílias da Fed de Nova Iorque, e as Contas Financeiras, publicadas pela Reserva Federal no seu conjunto.

8. Ver Lian, W. et al. (2020). «Public Debt and $r-g$ at Risk». IMF Working Paper. Os autores desenvolvem e apoiam empiricamente esta fragilidade.

O que fazer perante grandes aumentos da dívida pública? Uma retrospectiva histórica

A ressaca da COVID-19 vai deixar marcas enormes nas contas públicas. De acordo com as previsões do FMI, a dívida pública global atingirá 101,5% do PIB mundial em 2020, quase 20 p.p. acima dos dados de 2019. Nas economias avançadas, será de 122% do PIB.

Apesar da dimensão dos dados, não estamos perante um episódio isolado na história. Ao longo dos séculos, outros eventos excepcionais como guerras, crises económicas e, de facto, pandemias, causaram necessidades de financiamento semelhantes nos estados e dispararam a dívida pública. Contudo, a forma de abordar estes aumentos teve caminhos diferentes.

Dívida pública

(% do PIB)



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

A dívida pública tem sido o foco de atenção da economia há relativamente pouco tempo. A opção de emitir obrigações soberanas e de gerar dívida nos mercados não se generalizou até ao século XVII, graças à formação de Estados modernos com maior oferta de bens públicos e, já no século XIX, com o desenvolvimento dos mercados de capitais internacionais. Até então, a dívida pública tinha sido mais a exceção do que a regra¹.

A história recente mostra-nos que o aumento da dívida pode ser gerido de duas formas. Uma é a via ortodoxa que consiste em reduzir a dívida através do impulso do crescimento económico e do encadeamento de superávits primários (não incluem o pagamento de juros). A segunda é a via heterodoxa, que inclui a reestruturação da dívida, a criação de inflação para fazer descer o seu valor ou medidas de repressão financeira para reduzir os juros. A adoção de uma abordagem heterodoxa implica assumir riscos graves, pois desestimula os investidores internacionais a comprarem dívida, acabando por encurtar a maturidade média e aumentar a dívida.

No século XIX, os postulados ortodoxos dominaram claramente. Especificamente, ocorreram três episódios, estudados com especial interesse pelos economistas, que se caracterizaram por um grande aumento da dívida pública: as guerras napoleónicas no Reino Unido (que dispararam a dívida pública para 194% do PIB em 1822, ultrapassando a dívida grega de 2012), a Guerra Franco-Prussiana e a Guerra Civil dos EUA. Nestes três casos, a dívida foi reduzida com sucesso, embora o Reino Unido tenha demorado quase um século para o fazer, graças ao encadeamento de grandes superávits primários (com uma média de 1,6% do PIB entre 1822 e 1913). Por outro lado, o crescimento económico não ajudou muito, pois nos três casos ficou, em média, abaixo da taxa de financiamento do Tesouro. Obviamente, estes superávits primários exigiram uma disciplina fiscal muito rígida: por um lado, as despesas públicas foram contidas e, por outro, foram criadas novas medidas tributárias de longo alcance (nos EUA e no Reino Unido, a criação do imposto sobre o rendimento foi uma peça fundamental).

O panorama que emerge do século XX apresenta muitas mais nuances. Nas economias avançadas, podemos distinguir dois períodos distintos de acumulação de dívida pública. O primeiro ocorreu nas décadas de 1930 e 1940 e foi consequência da Grande Depressão e das necessidades de financiamento da Segunda Guerra Mundial. O segundo propagou-se ao longo das décadas de 1970 e 1980, desencadeado pela desaceleração da produtividade, aumento das taxas de juro e aumento das despesas públicas que inauguraram uma tendência ascendente da dívida, a qual acelerou após a Grande Recessão e que sobreviveu até hoje. Nas economias emergentes, destaque para a escalada da dívida na América Latina nas décadas de 1930 e 1980 e no Leste Asiático na década de 1990.

Nos últimos 100 anos, destacaram-se duas histórias de sucesso de forte redução da dívida pública, com abordagens muito diferentes. A primeira ocorreu após a Primeira Guerra Mundial: entre 1921 e 1929, a dívida pública das economias avançadas do atual G-20 caiu de 74,1% do PIB para 58,5%. A consolidação da dívida foi alcançada principalmente através da disciplina fiscal, embora o diferencial positivo entre o crescimento e as taxas de juro também tenha desempenhado um papel importante. Este processo culminou com a Moratória Hoover, que em 1931 permitiu que as economias europeias suspendessem o pagamento da dívida aos EUA relacionado com a Primeira Guerra Mundial, suspensão que se tornou definitiva a partir de 1934.

1. Alguns dos primeiros exemplos históricos são os empréstimos que o Papa de Roma Urbano IV pediu aos banqueiros da Toscana para pagar às tropas dos seus aliados no seu conflito com o Sacro Império Romano-Germânico em 1260 ou, também na Idade Média, a emissão por parte de cidades italianas de títulos de dívida que reportavam pagamentos ao credor ao longo da sua vida ou de forma perpétua, sem ter que pagar o capital da dívida.

Decomposição das principais reduções de dívida pública

Economia	Período	Dívida/PIB início	Dívida/PIB final	Contribuição saldo primário	Contribuição g-i	Contribuição restantes fatores *
Reino Unido	1822-1913	194,1	28,3	180,5	-95,6	15,1
EUA	1867-1913	30,1	3,2	151,1	-46,3	-4,8
França	1896-1913	95,6	51,1	100,4	-1,9	1,6
Economias avançadas G-20	1921-1929	74,1	58,5	64,0	53,0	-16,0
Economias avançadas G-20	1945-1975	116,0	24,3	46,0	75,0	-21,0

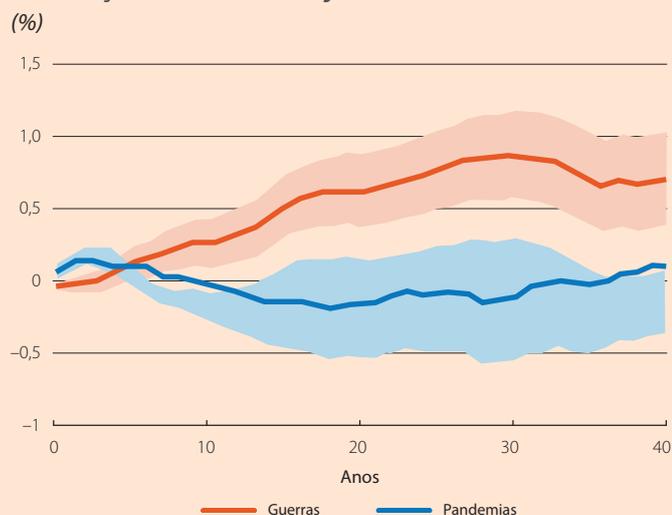
Nota: * Os restantes fatores incluem efeitos de valorização em moeda estrangeira, reestruturações de dívidas, incumprimentos ou custos bancários de recapitalização.

Fonte: Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. e Mitchener, K. J. (2019). «Public debt through the ages». National Bureau of Economic Research n.º w25494.

O segundo caso foi a redução da dívida após a Segunda Guerra Mundial nas economias avançadas, de 116% do PIB em 1946 para 24% em 1975. Nesta ocasião, os elementos heterodoxos tiveram um peso maior, dado que as taxas de juro reais se encontravam em terreno negativo graças a medidas de «repressão financeira» (como tetos às taxas de juro ou maiores reservas mínimas nos bancos), em combinação com uma elevada inflação gerada por políticas monetárias expansionistas. Estas taxas de juro baixas, em conjunto com uma economia em reconstrução, na qual o investimento recuperou fortemente, repercutiram-se num diferencial favorável entre o crescimento e as taxas de juro que explica 75% da redução (ver a tabela)². Em contrapartida, a política fiscal teve um papel menos relevante.

Finalmente, é interessante analisar quais as lições que podemos tirar de pandemias anteriores no que diz respeito à sustentabilidade da dívida pública. Um elemento positivo é que a evidência empírica³ mostra, com dados do Reino Unido, que após as pandemias a diferença entre o crescimento e a taxa de juro real é ligeiramente positiva de forma persistente (+50 p.b. em média durante os 20 anos seguintes à pandemia observada no terceiro gráfico) dado que a falta de oportunidades de investimento

A sustentabilidade da dívida após as pandemias: diferença entre a taxa de juro e o crescimento



Notas: É a taxa de juro natural (a que equilibra poupança e investimento). O estudo aborda as 12 pandemias mais graves na Europa desde a Peste Negra. Intervalos de confiança de 95%.

Fonte: Jordà, Ò., Singh, S. R. e Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research, n.º w26934.

devido ao excesso de capital por trabalhador e o aumento da poupança das famílias tendem a reduzir as taxas de juros. Este diferencial favorável foi um importante balão de oxigénio para a economia nas pandemias anteriores, embora a situação atual seja mais especial, visto que um dos principais canais que reduziram as taxas de juros em pandemias anteriores – a redução do investimento – se explicava por uma diminuição da força de trabalho que fazia com que o capital por trabalhador aumentasse (não é o caso da COVID-19, pois a letalidade concentra-se principalmente em idosos já aposentados). No entanto, a poupança está realmente a aumentar significativamente – uma tendência que pode mostrar alguma persistência – o que juntamente com as atuações dos bancos centrais em manterem baixos custos de financiamento e as forças estruturais que estão a pressionar as taxas de juro para baixo (como o envelhecimento da população) sugerem que a diferença entre o crescimento e a taxa de juro será igualmente positiva após a atual pandemia. Por outro lado, no caso dos conflitos armados, está documentado que também ocorrem aumentos muito significativos da dívida pública, mas já não existe uma diferença favorável entre o crescimento e as taxas de juro. Pelo contrário, ocorrem aumentos significativos das taxas de juro devido à desruição do capital físico.

Definitivamente, a história mostra que já ocorreram situações excecionais que originaram grandes aumentos da dívida pública. No entanto, ainda há uma luz no fundo do túnel: existem maneiras de a reduzir gradualmente e garantir a sua sustentabilidade. Na situação atual, pouco mais se pode pedir à política monetária: as taxas de juro estão em mínimos históricos e, na Zona Euro, a atuação determinada do BCE tem servido para anestesiar os prémios de risco e reduzir os custos de financiamento. Assim, uma redução bem-sucedida da dívida a médio prazo exigirá principalmente um forte crescimento económico que terá de ser acompanhado por finanças públicas sólidas e robustas. O jogo ainda só agora começou.

2. Ver Eichengreen, B., El-Ganainy, A., Esteves, R. e Mitchener, K. J. (2019). «Public debt through the ages». National Bureau of Economic Research n.º w25494.

3. Ver Jordà, Ò., Singh, S. R. e Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research n.º w26934.

Dívida pública europeia a médio prazo: sustentabilidade e desafios

A dívida pública europeia aumentará de forma muito significativa em 2020. Especificamente, de 86% do PIB em 2019 para 103% do PIB na Zona Euro, de acordo com a Comissão Europeia. Este aumento é inevitável e até certo ponto desejável, dadas as circunstâncias atuais. De facto, o choque macroeconómico causado pela COVID-19 está a forçar os governos dos vários Estados-membros a tomarem medidas ambiciosas para amortecer o declínio da atividade tanto quanto possível e apoiar os setores mais afetados. Na verdade, podemos argumentar que, para evitar uma longa recessão, o custo das medidas fiscais deve ficar próximo ao nível de queda do PIB¹.

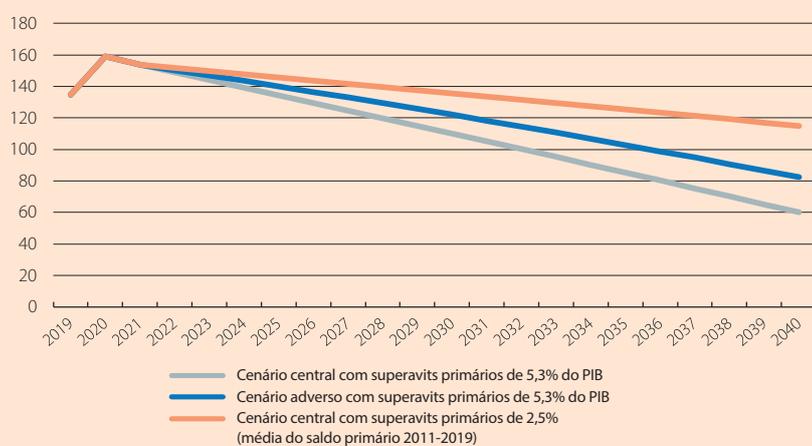
No entanto, embora este aumento da dívida pública seja inevitável a curto prazo se quisermos evitar um agravamento da situação económica, é certo que ele coloca desafios importantes a médio prazo, tanto do ponto de vista da sustentabilidade como dos efeitos macroeconómicos que poderá acarretar.

No que diz respeito à sustentabilidade, a verdade é que a situação é controlável desde que, após ser superada a pior fase, seja abordada a referida redução da dívida pública. Segundo a Comissão Europeia², a dívida pública atingirá o seu pico em 2020, seguindo a partir daí uma trajetória de queda que permitirá a sua redução paulatina. Apesar disso, nos próximos anos, a redução da dívida será muito gradual: de acordo com as simulações da Comissão, em 2024 a dívida pública da Zona Euro ainda estará entre 90% e 100% do PIB com 80% de probabilidade.

Que fatores nos podem levar a uma visão relativamente otimista? Por exemplo, os ambiciosos programas de compra de ativos do BCE no mercado secundário conseguiram comprimir os prémios de risco das economias periféricas, de modo que uma recuperação do risco soberano não aparece no radar. Além disso, outros fatores a destacar são o diferencial positivo entre a taxa de crescimento da economia (g) e as taxas de juro (r) em mínimos históricos, bem como a composição da dívida pública europeia (a vida média das obrigações aumentou e em meados de 2020 situava-se numa média confortável de 7,5 anos). Este diferencial positivo proporciona uma rede de segurança a curto prazo, mas será fundamental desenhar um plano que garanta a sustentabilidade das contas públicas. Mais cedo ou mais tarde, a taxa de juro mediante a qual o tesouro público é financiado irá recuperar³.

Itália: trajetórias de redução da dívida pública

(% do PIB)



Notas: É assumido um crescimento estável do PIB nominal de 2,2%, de acordo com a previsão a longo prazo do FMI em outubro de 2019. É assumido que o custo da dívida permanece constante no nível de 2019 (2,5%). Previsões de défice e de dívida pública da Comissão Europeia para 2020 e 2021. O cenário adverso assume um crescimento do PIB 0,5 p. p. menor e um custo da dívida 50 p. b. superior.

Fonte: BPI Research.

Para aprofundar mais, realizámos um pequeno exercício de sustentabilidade para um dos países europeus com maior dívida pública como é o caso da Itália (não é por acaso, é juntamente com a Grécia a única economia europeia com uma dívida pública em 2019 acima de 120% do PIB, esperando-se que chegue a 160% em 2020) e comparámos a sua dívida com a de uma economia muito sólida como a da Alemanha.

No caso da Itália, a sustentabilidade da dívida pública não estará em questão sempre que a um crescimento económico decente (que exigirá reformas económicas) for adicionado um esforço fiscal significativo: com pressupostos razoáveis de crescimento e de custo da dívida, para atingir uma dívida pública de 60% do PIB em 2040 (consistente com o Pacto de Estabilidade e Crescimento), a Itália terá que sustentar superávits primários de 5,3% do PIB até 2040, bem acima da média de 2,5% dos últimos oito anos (ver o primeiro gráfico). Algo que nenhum país do mundo

fez na história recente. Com o já citado superavit primário médio de 2,5% do PIB, a dívida reduziria, mas não chegaria a 60%... até 2065. E para alcançar uma trajetória de queda da dívida, bastaria sustentar superávits primários superiores a 0,6% do PIB.

Em contrapartida, na Alemanha, que parte de contas públicas muito saneadas, a situação é claramente mais confortável: o país poderá dar-se ao luxo de sustentar défices primários de 0,6% do PIB até 2040 (a média dos últimos oito anos foi um superavit primário de 1,7%), para atingir 60% do PIB nesse ano.

1. Ver o editorial «Medidas excepcionais para tempos excepcionais» na IM04/2020.

2. Ver o relatório da Comissão Europeia «Assessment of public debt sustainability and COVID-related financing needs of euro area Member States» de abril de 2020.

3. A evidência histórica diz-nos que as economias com $g-r > 0$, mas com um rácio de dívida pública e um PIB maior do que a média, possuem uma probabilidade superior a 75% de passarem para $g-r < 0$ em comparação com os 25% das economias com um rácio de dívida pública e um PIB inferior à média. Ver Lian, W., Presbitero, A. F. e Wiradinata, U. (2020). «Public Debt and $r-g$ at Risk». IMF Working Paper 20/137.

Reduzir a dívida pública será necessário para garantir a não existência de problemas de sustentabilidade que possam causar instabilidade financeira e dificuldades para os países se financiarem nos mercados. No entanto, este não é o único motivo: existe um vasto consenso entre os economistas de que a não redução da dívida pública elevada tem efeitos negativos sobre o crescimento a curto e médio prazo. A curto prazo, o endividamento elevado é especialmente problemático na Zona Euro, ao ser uma união monetária onde as autoridades nacionais utilizam principalmente ferramentas fiscais para atenuar choques económicos assimétricos. E uma dívida elevada implica uma menor margem para o desenvolvimento de políticas fiscais contra-cíclicas. Uma situação que já estamos a verificar com a COVID-19 se compararmos a confortável margem fiscal da Alemanha com a menor margem de países com elevada dívida pública, como é o caso de Itália, Espanha ou Portugal.

A médio prazo, uma dívida pública elevada prejudica o crescimento principalmente através de dois canais. Por um lado, a evidência empírica⁴ mostra que as maiores necessidades de financiamento das administrações públicas reduzem o financiamento disponível para o setor privado. A consequência disto é um menor investimento empresarial a nível agregado. Por outro lado, a necessidade de aumentar os impostos no futuro para reduzir a dívida pública reduzirá o consumo das famílias, uma vez que o seu rendimento disponível futuro será menor.

Alguns números são ilustrativos para se ter uma ideia do impacto macroeconómico. Dois economistas do FMI⁵ estimam que, em média, um aumento inicial de 10 p.p. do rácio da dívida pública e do PIB numa economia reduz em 0,2 p.p. por ano o crescimento do seu PIB real per capita, um efeito que se explica principalmente pela redução do investimento e por uma menor acumulação de capital.

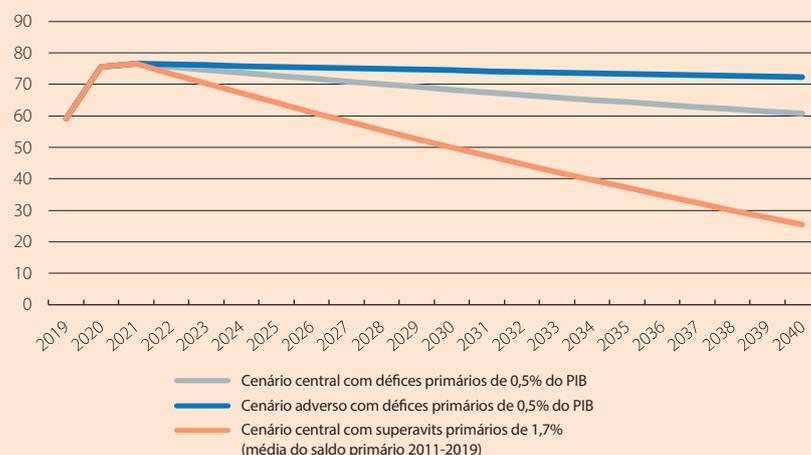
A nível europeu, um estudo recente⁶, estima que um aumento da dívida pública de 60% para 120% nas economias periféricas da Zona Euro poderá gerar uma perda permanente de cerca de 3,0% do PIB a longo prazo. Este exercício deixa-nos com outra lição interessante: quanto maior for o grau de distorção dos impostos que sejam aumentados, maior será o efeito negativo de ter uma dívida pública elevada. Por outras palavras, a política tributária é muito importante e daí a importância de se ter um sistema tributário simplificado e eficiente.

Embora seja necessário reduzir a dívida pública, devemos reconhecer que existem formas e meios para atingir este objetivo. Especificamente, este processo deve ser realizado com “delicadeza” e bom senso: existem estudos que nos alertam que reduções muito rápidas da dívida pública na ausência de problemas de sustentabilidade podem produzir efeitos de contração rápidos, mas benefícios (na forma de uma menor probabilidade de crises de dívida no futuro) muito pequenos⁷. Além disso, começou a ser colocada a questão de se é boa ideia a concentração demasiada na determinação dos limites da dívida pública (tradicionalmente em torno de 90% do PIB, embora na realidade dependam das características do economia de cada país) que são negativos para o crescimento: alguns economistas⁸ aconselham olhar menos para os valores absolutos e mais em ver se a dívida segue uma trajetória descendente e se a sua composição é razoável.

Em suma, a Europa enfrenta o desafio de reduzir gradualmente a sua dívida pública a médio prazo. É muito positivo constatar que este processo deverá poder ser realizado sem dúvidas excessivas sobre a sua sustentabilidade. As principais alavancas para o conseguir serão, como sempre, o aumento do crescimento económico e uma boa gestão das contas públicas. O desafio não será fácil, especialmente num continente envelhecido onde existe uma parte muito importante da despesa pública que é inercial. Contudo, o facto de isto não ser fácil não quer dizer que não possa ser alcançado e, menos ainda, que não deva ser tentado.

Alemanha: trajetórias de redução da dívida pública

(% do PIB)



Notas: É assumido um crescimento estável do PIB nominal de 3,3%, de acordo com a previsão a longo prazo do FMI em outubro de 2019. É assumido que o custo da dívida permanece constante no nível de 2019 (1,3%). Previsões de défice e de dívida pública da Comissão Europeia para 2020 e 2021. O cenário adverso assume um crescimento do PIB 0,5 p. p. menor e um custo da dívida 50 p. b. superior.

Fonte: BPI Research.

4. Ver Huang, Y., Panizza, U. e Varghese, R. (2018). «Does public debt crowd out corporate investment? International evidence». IHEID Working Papers 08-2018.

5. Woo, J. e Kumar, M. S. (2015). «Public debt and growth». *Economica*, 82(328), 705-739.

6. Burriel, P. et al. (2020). «Economic Consequences of High Public Debt: Evidence from Three Large Scale DSGE Models». ECB Working Paper Series n.º 2450.

7. Ver Ostry, M. J. D., Ghosh, M. A. R. e Espinoza, R. A. (2015). «When should public debt be reduced?». *Fundo Monetário Internacional*.

8. Ver Pesaran, M. et al. (2015). «Is there a debt-threshold effect on output growth?» (n.º 245). Federal Reserve Bank of Dallas.

A política monetária perde eficácia quando as economias estão mais endividadas?

A recuperação económica da última década foi lenta, apesar da política monetária ter permanecido ancorada num terreno extraordinariamente acomodaticio, com taxas de juro próximas de 0% ou mesmo negativas¹. Foi culpa da pesada herança da dívida que herdámos da crise financeira e da grande recessão? Se a COVID-19 está a criar um aumento muito significativo do endividamento, o que acontecerá nos próximos anos com a eficácia da política monetária?

Da dívida à política monetária: canais de transmissão

Uma possibilidade é que, realmente, a eficácia seja ainda maior: vários estudos documentam que o impacto macroeconómico da política monetária advém, em grande medida, do impacto que tem sobre as famílias e as empresas endividadas². É uma situação razoável: quando descem as taxas de juro alivia-se a carga sobre os endividados e são libertados recursos para que possam ser usados para o consumo ou o investimento. Por outro lado, o outro grupo que pode ser especialmente sensível às taxas de juro, o dos aforradores, tende a ter uma menor propensão marginal a consumir³: embora a política monetária possa produzir grandes variações no valor dos seus ativos, estas acabam por afetar relativamente menos as macromagnitudes, como o consumo agregado.

No entanto, a experiência dos últimos 10 anos sugere que a relação entre a dívida e a política monetária é mais complexa. De facto, existem evidências que a lentidão da recuperação económica após a crise financeira e a Grande Recessão é explicada, pelo menos em parte, pelo peso da dívida herdada da crise⁴. A herança da dívida desacelerou a recuperação da procura por vários motivos. Por um lado, o consumo das famílias foi restringido pela necessidade de destinar recursos para o pagamento da dívida⁵ e pelo desejo de recompor as reservas de poupança (por exemplo, por motivos de precaução ou para a reforma). Por outro lado, num ambiente de incerteza e de aversão ao risco, as empresas e as famílias mais endividadas tiveram maior dificuldade em expandir o consumo e o investimento com ainda mais dívida. Da mesma forma, a queda dos preços dos ativos financeiros e imobiliários após a crise reduziu o valor das garantias que as empresas e as famílias poderiam utilizar para contrair dívida e financiar o consumo e o investimento⁶. Assim, mesmo que a política monetária permanecesse ancorada num terreno fortemente acomodaticio, a carga da dívida limitou a capacidade da procura em responder a taxas de juro baixas.

Portanto, existem em conjunto alguns mecanismos que sustentam uma boa eficácia da política monetária e outros que sugerem que o peso da dívida sobre a economia poderá fazer com que os bancos centrais percam robustez. O que dizem os dados? Estudos empíricos mostram que a política monetária continua a ser eficaz, mas que perde força durante períodos de elevada dívida: o seu impacto sobre o crescimento do PIB, consumo e investimento é menor⁷. Além disso, na situação atual, o impacto da política monetária irá também depender das cicatrizes que a COVID-19 poderá deixar nas oportunidades de investimento, no desejo de poupar e nos efeitos redistributivos da dívida. Se prejudicar a capacidade produtiva, persistir o aumento da poupança preventiva ou se a dívida recair sobre famílias e empresas com balanços frágeis, a eficácia da política monetária terá maior probabilidade de fracassar⁸.

Propensão para consumir segundo o grupo de rendimentos

(Rácio entre despesas e rendimentos líquidos anuais da família)



Nota: Dados referentes às famílias norte-americanas em 2019.

Fonte: BPI Research, a partir do Consumer Expenditure Survey elaborado pelo U.S. Bureau of Labor Statistics.

1. A Zona Euro e a Espanha demoraram 6 e 9 anos, respetivamente, a recuperar e a consolidar os níveis de atividade de 2008.

2. Ver Cloyne, J., Ferreira, C. e Surico, P. (2020). «Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism». *The Review of Economic Studies*, 87(1), 102-129.

3. O gráfico mostra como a propensão marginal a consumir diminui à medida que o rendimento aumenta. As famílias com rendimento mais elevado (e menor propensão a consumir) também são geralmente as famílias com maior riqueza acumulada.

4. Ver Dynan, K. (2012). «Is a household debt overhang holding back consumption?». *Brookings Papers on Economic Activity*, 299-362.

5. Ver Di Maggio, M. et al. (2017). «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging». *American Economic Review*.

6. Ver Bhutta; N. e Keys, B. (2016). «Interest Rates and Equity Extraction during the Housing Boom». *American Economic Review*.

7. Ver Alpanda, S. e Zubairy, S. (2019). «Household debt overhang and transmission of monetary policy». *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(5), 1265-1307.

8. O desgaste das oportunidades de investimento e o aumento da poupança preventiva podem refletir-se numa nova descida da taxa de juro natural. Quanto menor for, mais o banco central deve reduzir as taxas de juro observáveis, o que, com taxas de juro já negativas ou de cerca de 0%, é cada vez mais difícil.

Face à perda de robustez... um novo impulso?

A perda de eficácia poderá forçar os bancos centrais a implementarem uma política monetária mais agressiva. De certa forma, é já isto que bancos como a Fed, o BCE ou o Banco da Inglaterra e, há mais tempo ainda, o Banco do Japão foram forçados a fazer na última década, com medidas não convencionais como as compras de ativos (especialmente dívida pública). Para atenuar o risco de que, após a COVID-19, ocorra uma nova perda de robustez, é importante que o grosso do esforço não recaia exclusivamente sobre a política monetária. As restantes esferas de política económica deverão continuar a avançar, tanto na fase de contenção da COVID-19, como posteriormente na fase de impulsionar a recuperação.

Com o aumento da dívida que a COVID-19 vai causar, será cada vez mais delicado dar um novo impulso por parte da política monetária. Por exemplo, no Japão e na Europa foi documentado como a combinação de aumento da dívida e condições financeiras mais permissivas associadas às políticas monetárias acomodáticas que foram aplicadas podem danificar o crescimento económico a longo prazo: um ambiente financeiro mais permissivo permite a sobrevivência de empresas altamente endividadas e pouco produtivas, atrasando a redistribuição de recursos para setores emergentes e reduzindo a produtividade agregada⁹.

Finalmente, existe outro grande risco fundamental: o domínio fiscal, ou seja, que a autoridade monetária se veja ou se sinta obrigada a acomodar a política monetária às necessidades da política fiscal. Qualquer atuação monetária possui consequências fiscais (os aumentos das taxas de juro aumentam os encargos com a dívida pública e as descidas permitem a redução desses encargos), mas quanto maior dívida pública o banco central tiver no seu balanço – e o contexto atual é caracterizado por um aumento significativo das suas compras de dívida pública, o qual indiretamente cobre as expansões fiscais que amortecem o *choque* da COVID-19 – maiores serão as consequências fiscais das suas decisões, condicionando-as excessivamente. Face a isto, todas as esferas da política económica deverão partilhar o esforço de estimular a atividade, evitando levar a política monetária para posições ainda mais extremas. Instituições robustas que protejam a independência dos bancos centrais também serão fundamentais. Caso contrário, a COVID-19 poderá ter também consequências no desempenho dos bancos centrais a médio prazo e no desempenho futuro das economias.

9. Ver Acharya, V. *et al.* (2020). «Zombie credit and (dis-)inflation: evidence from Europe». NBER Working Paper n.º 27158.

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.cegeglobal.com

