

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2018



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
Turbulência financeira nas economias emergentes: preâmbulo de outra coisa?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Crise financeira turca: em tempo de desconto

ECONOMIA PORTUGUESA
Portugal: Recuperação do emprego e crescimento da economia

ECONOMIA ESPANHOLA
Desaceleração da economia espanhola: quanto devemos preocupar-nos?

DOSSIER: 10 ANOS DESDE A LEHMAN BROTHERS: LIÇÕES DE UMA CRISE

O papel dos desequilíbrios globais 10 anos depois

Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal

Uma regulação mais adequada à natureza do setor bancário

Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman

INFORMAÇÃO MENSAL**Outubro 2018**

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 Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Macroeconomia

e Mercados Financeiros

Estel Martín

Diretora de Estratégia Bancária

Data de fecho desta edição:

30 de setembro de 2018

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMO EXECUTIVO****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

- 9 *Turbulência financeira nas economias emergentes: preâmbulo de outra coisa?*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 17 *Crise financeira turca: em tempo de desconto*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

- 23 *Portugal: Recuperação do emprego e crescimento da economia*

26 ECONOMIA ESPANHOLA

- 28 *Desaceleração da economia espanhola: quanto devemos preocupar-nos?*

32 DOSSIER: 10 ANOS DESDE A LEHMAN BROTHERS: LIÇÕES DE UMA CRISE

- 32 *O papel dos desequilíbrios globais 10 anos depois*
34 *Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal*
36 *Uma regulação mais adequada à natureza do setor bancário*
38 *Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman*

A próxima grande crise

O décimo aniversário do colapso da Lehman Brothers, o acontecimento que marcou no imaginário coletivo o início da maior crise financeira global desde 1929, serviu para fazer uma revisão das causas da crise e dos remédios que têm sido implementados para tentar evitar a sua repetição.

Sobre as causas, existe um vasto consenso de que vários fatores desempenharam um papel relevante. Entre eles, uma política monetária muito permissiva que alimentou a bolha imobiliária dos EUA, a capacidade limitada dos bancos para absorverem as perdas (falta de capital), um excesso de dívida a curto prazo, problemas de governação institucional, erros de supervisão bancária e a criação de produtos financeiros altamente complexos que encobriam o seu risco real.

Em relação aos remédios, há também um vasto consenso de que muito foi feito para corrigir as deficiências identificadas. Em particular, os bancos devem atender a requisitos mais elevados de capital, liquidez e de transparência, e foi fortalecido o papel dos órgãos de administração e de supervisão. Também foram introduzidos novos requisitos (planos de resolução) que devem facilitar a reestruturação dos bancos com problemas e minimizar os riscos para o sistema no seu conjunto. Alguns ainda pensam que não foi feito o suficiente mas, provavelmente, ignoram o facto de que aspirar a um risco zero implicaria um enorme custo (os requisitos de capital ou o custo de cumprir a regulação tornam a intermediação financeira mais cara). É necessário encontrar um equilíbrio. Para julgar se o conseguimos alcançar, devemos dar alguma estabilidade ao novo quadro regulamentar e parar para analisar a sua implementação.

De qualquer forma, a próxima grande crise – que esperamos que demore muito a chegar – certamente será diferente da anterior. De facto, a crise da dívida soberana europeia, que não foi tão grave como a Grande Recessão de 2009, mas que provocou a recessão da Zona Euro, teve causas muito diferentes: políticas fiscais excessivamente permissivas (particularmente na Grécia), divergências de competitividade entre os países ou fragilidades institucionais da Zona Euro. A Europa também introduziu grandes reformas para que uma crise desta dimensão não se repita, mas ainda há muito trabalho a ser feito para acabar por materializar a União Económica e Monetária (entre outras coisas, ainda falta completar a União Bancária e criar uma capacidade fiscal a nível europeu).

Olhando para o futuro: o que poderia causar a próxima grande crise? O radar destaca duas fontes de risco – embora a probabilidade de se materializar seja baixa.

A China é um suspeito habitual devido à dívida elevada, que quase duplicou nos últimos 10 anos e já está acima dos níveis da dos EUA antes da crise de 2008. Devido ao seu peso na economia global e às suas extensas ligações comerciais e financeiras com o resto do mundo, uma crise na China seria sentida no conjunto da economia mundial. A boa notícia é que as autoridades chinesas conhecem perfeitamente os riscos e já começaram a tomar medidas para reduzir os níveis de endividamento.

O outro candidato é a aumento do populismo e as suas consequências. Bem perto temos um exemplo disto: A Itália, onde uma enorme dívida pública, um crescimento económico anémico e um governo populista compõem uma lista de alto risco que pode alimentar dúvidas sobre a continuidade do país na Zona Euro. A boa notícia é que a maioria da população deseja manter o euro. Resta saber se este desejo é compatível com a combinação anterior ou se é essencial mudar algum destes três elementos.

Cronologia

SETEMBRO 2018

- 24** Os EUA tornam efetivo um novo aumento de taxas aduaneiras de 200.000 milhões de dólares para importações chinesas.
A China aplica um novo aumento das taxas aduaneiras a 60.000 milhões de dólares de importações norte-americanas.
- 26** A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. até a situar no intervalo 2,00%-2,25%.
- 30** O Canadá junta-se ao acordo comercial preliminar entre os EUA e o México para substituir o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA).

JULHO 2018

- 6** Entra em vigor a primeira fase de aumento das taxas aduaneiras entre os EUA e a China (de 34 000 milhões de dólares em importações, de um total de 50.000 milhões).

MAIO 2018

- 8** Os EUA abandonam o acordo nuclear com o Irão alcançado em 2015 e anunciam o restabelecimento das sanções. A Argentina pede ajuda financeira ao FMI para enfrentar os importantes desequilíbrios macroeconómicos do país.
- 31** Os EUA impõem taxas aduaneiras às importações de aço e alumínio provenientes da Europa, México e Canadá.

AGOSTO 2018

- 20** A Grécia sai do terceiro resgate financeiro após oito anos de supervisão da UE, do BCE e do FMI.
- 23** Entra em vigor a segunda fase de aumento das taxas aduaneiras entre os EUA e a China (de 16.000 milhões de dólares em importações, de um total de 50.000 milhões).
- 27** Os EUA e o México anunciam um acordo comercial preliminar para substituir o Tratado Norte-Americano de Livre Comércio (NAFTA).

JUNHO 2018

- 13** A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. colocando-a no intervalo 1,75%-2,00%.
- 14** O BCE anuncia que as compras líquidas de ativos vão diminuir para 15.000 milhões de euros mensais a partir de outubro e vão finalizar em dezembro de 2018.

ABRIL 2018

- 13** A agência de classificação Moody's eleva o *rating* de Espanha, de Baa2 para Baa1.

Agenda

OUTUBRO 2018

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 11** Portugal: IPC (setembro).
- 15** Espanha: contas financeiras (2T).
- 18** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 22** Portugal: créditos e depósitos (agosto).
- 25** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
Espanha: inquérito de população ativa (3T).
Portugal: execução orçamental da Adm. Pública (setembro).
- 26** EUA: PIB (3T).
- 30** Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
Zona Euro: PIB (3T).
Espanha: evolução do IPC (outubro).
Portugal: emprego e desemprego (setembro).
- 31** Espanha: evolução do PIB (3T).

NOVEMBRO 2018

- 5** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
- 7** Portugal: emprego (3T).
- 7-8** Comité Monetário da Fed.
- 13** Portugal: IPC (outubro).
- 14** Espanha: IPC (outubro).
Portugal: evolução do PIB (3T).
Japão: PIB (3T).
- 19** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
- 22** Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 27** Espanha: execução orçamental do Estado (outubro).
Portugal: execução orçamental do Estado (outubro).
- 29** Espanha: evolução do IPC (novembro).
Portugal: emprego e desemprego (outubro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).

Sobriedade após o verão

A economia mundial opera num contexto de riscos contínuos. Os indicadores económicos dos últimos meses refletem uma ligeira desaceleração do crescimento global e, em particular, do bloco de países emergentes, que têm vindo a experimentar o endurecimento gradual das condições financeiras globais e um clima de maior incerteza política e económica (acentuado no mês passado, devido à imposição de novas taxas aduaneiras entre os EUA e a China). Aquelas economias que há muito tempo aparecem na lista de frágeis, como são o caso da Turquia e da Argentina, estão a começar a enfrentar um processo de ajustamento para corrigir os elevados desequilíbrios acumulados nos últimos anos. Num segundo plano, existe um grupo mais extenso de países (entre os quais encontramos a Malásia, o Brasil, a Rússia ou a Índia) que, em princípio, devido a fundamentos macroeconómicos geralmente sólidos deveriam conseguir resistir à mudança de contexto. No entanto, possuem fontes idiossincráticas de fraqueza (nalguns casos é a sustentabilidade das finanças públicas, noutros a dependência do financiamento externo ou a sensibilidade a condições financeiras globais, etc.) que os colocam no centro das atenções dos investidores. Além disso, a tudo isto devemos adicionar o papel central de uma economia chinesa que, tal como corroboram os indicadores mais recentes, continua a desacelerar. Neste contexto, em setembro, os ativos financeiros das economias emergentes iniciaram o mês arrastando a tendência sem dinâmica de agosto – quando sofreram turbulências significativas – mas recuperaram terreno ao longo das semanas.

A Fed e o BCE reforçam os caminhos traçados. O aperto das condições financeiras globais tem como uma das suas principais forças motrizes o aperto da política monetária da Reserva Federal dos EUA (Fed). Efetivamente, nos EUA os indicadores mostram uma economia em pleno emprego (com uma taxa de desemprego baixa de 3,9%), com um crescimento dinâmico e tendências inflacionárias firmes e em linha com o objetivo da Fed. Assim, em setembro, a Fed fez o terceiro aumento de taxas de juro do corrente ano (de 25 p. b. para o intervalo de 2,00%-2,25%) e reafirmou a sua intenção de continuar com uma trajetória de subida gradual das taxas de juro de referência nos próximos trimestres. Por sua vez, na Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE) fez uma leitura positiva do cenário macroeconómico na sua reunião de setembro e confirmou a intenção de continuar com a retirada paulatina dos estímulos monetários (fim das compras líquidas de ativos em dezembro de 2018 e sem alterar as taxas de juro de referência até depois

do verão de 2019). De facto, o abrandamento do crescimento da Zona Euro do corrente ano deve-se, em grande medida, a um menor dinamismo da procura externa, enquanto o consumo e o investimento mantêm uma tendência positiva. Assim, é provável que nos próximos trimestres a expansão económica da Zona Euro prossiga com um ritmo ligeiramente menor do que no ano passado, acusando um contexto externo menos favorável, mas que continua bem suportado pela procura interna e com ritmos mais de acordo com a média histórica.

Desaceleração suave do crescimento em Espanha. A economia espanhola está a abrandar o seu ritmo de crescimento gradual, numa dinâmica esperada e que reflete o enfraquecimento dos fatores que impulsionaram temporariamente a economia nos últimos anos (como os preços baixos do petróleo, taxas de juro em mínimos históricos ou a desvalorização do euro). Isto reflete-se bem na revisão da série histórica do PIB levada a cabo anualmente pelo INE, que mostra que o crescimento em 2015 foi de 3,6% (um pouco maior do que o previsto inicialmente) e diminuiu para 3,2 % em 2016 e 3,0% em 2017 (em ambos os casos 1 décima menos do que foi publicado anteriormente). De qualquer forma, esta tendência não mancha o bom desempenho que a economia continua a mostrar e que está bem patente nos últimos dados do mercado de trabalho, onde a criação de empregos manteve um ritmo robusto (2,9% homólogo em agosto e setembro). Assim, nos próximos trimestres, esperamos que se mantenha uma desaceleração moderada do crescimento, especialmente devido à desaceleração do setor externo (afetado pela menor robustez da Zona Euro e pela força das importações). Em relação à procura interna, embora esperemos que perca algum dinamismo, tudo indica que vai continuar a registar um ritmo de crescimento robusto.

Sinais de estabilização em Portugal. A economia continua a crescer com um ritmo acelerado (0,6% em cadeia e 2,4% homólogo no 2T, em ambos os casos 1 décima acima do previsto inicialmente), com uma contribuição forte do consumo privado e do setor das exportações. Contudo, também na economia portuguesa os indicadores enviam sinais de um crescimento mais estável para os próximos trimestres, numa dinâmica que, como no caso espanhol, vai refletir a perda de dinamismo daqueles fatores que beneficiaram temporariamente a economia nos últimos anos (como no caso de Espanha, os preços baixos do petróleo, taxas de juro em mínimos históricos e a desvalorização do euro).

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds	3,43	0,48	0,64	1,39	2,50	3,00	3,25
Libor 3 meses	3,62	0,69	0,98	1,61	2,80	3,29	3,20
Libor 12 meses	3,86	1,18	1,67	2,05	3,10	3,41	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,72	1,18	1,84	2,90	3,20	3,15
Dívida pública 10 anos	4,70	2,70	2,49	2,41	3,10	3,50	3,40
Euro							
Depo BCE	2,05	0,50	-0,40	-0,40	-0,40	-0,20	0,25
Refi BCE	3,05	1,13	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75
Eonia	3,12	0,77	-0,35	-0,34	-0,35	-0,10	0,40
Euribor 1 mês	3,18	0,93	-0,37	-0,37	-0,34	-0,08	0,42
Euribor 3 meses	3,24	1,13	-0,32	-0,33	-0,32	-0,04	0,44
Euribor 6 meses	3,29	1,30	-0,22	-0,27	-0,22	0,12	0,62
Euribor 12 meses	3,40	1,51	-0,08	-0,19	-0,12	0,27	0,79
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,85	-0,76	-0,69	-0,45	0,08	0,73
Dívida pública 10 anos	4,30	2,21	0,29	0,35	0,65	1,26	1,96
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,59	-0,13	-0,04	0,06	0,68	1,35
Dívida pública 5 anos	3,91	3,16	0,30	0,31	0,48	1,11	1,77
Dívida pública 10 anos	4,42	4,13	1,43	1,46	1,50	2,06	2,66
Prémio de risco	11	192	114	110	85	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,85	0,76	-0,05	0,08	0,85	1,68
Dívida pública 5 anos	3,96	5,42	2,05	0,46	0,72	1,44	2,20
Dívida pública 10 anos	4,49	5,90	3,75	1,84	1,95	2,51	3,11
Prémio de risco	19	369	346	149	130	125	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,33	1,05	1,18	1,19	1,23	1,24
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	127,13	122,41	133,70	132,09	129,15	131,44
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	96,09	116,06	113,02	111,00	105,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,85	0,88	0,89	0,87	0,86
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,62	0,80	0,75	0,75	0,71	0,69
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,32	90,70	54,92	64,09	73,00	69,00	66,00
Brent (euros/barril)	36,35	67,78	52,10	54,17	61,34	56,10	53,23

Nota: Os dados correspondem à média do último mês do período, exceto quando é especificado o contrário.

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,2	3,7	3,8	3,7	3,6
Países desenvolvidos	2,6	1,1	1,7	2,4	2,3	2,1	1,8
Estados Unidos	2,7	1,4	1,6	2,2	2,8	2,3	1,9
Zona Euro	2,3	0,2	1,9	2,5	2,1	1,9	1,7
Alemanha	1,7	0,9	1,9	2,5	2,1	2,0	1,8
França	2,0	0,5	1,1	2,3	1,7	1,9	1,6
Itália	1,5	-1,0	1,0	1,6	1,1	1,0	1,0
Portugal	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Espanha	3,8	-0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Japão	1,5	0,3	1,0	1,7	1,1	1,2	0,6
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,7	1,3	1,7	1,9
Países emergentes	6,6	5,2	4,4	4,7	4,9	4,9	4,7
China	11,7	8,6	6,7	6,9	6,5	6,2	6,0
Índia	9,7	6,7	7,9	6,2	7,4	6,9	6,2
Indonésia	5,5	5,8	5,0	5,1	5,1	4,9	4,8
Brasil	3,6	2,3	-3,5	1,0	1,5	2,1	2,0
México	2,4	2,0	2,9	2,0	2,1	2,3	2,3
Chile	5,0	3,4	1,3	1,5	3,7	3,0	2,7
Rússia	7,2	1,2	-0,2	1,5	1,8	2,1	2,0
Turquia	5,4	5,0	3,2	7,3	4,0	2,5	3,3
Polónia	4,0	3,2	3,0	4,7	4,7	3,0	2,7
África do Sul	4,4	2,0	0,7	1,3	1,1	1,3	1,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,9	2,8	3,0	3,4	3,3	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,6	0,8	1,7	2,2	2,1	1,9
Estados Unidos	2,8	1,7	1,3	2,1	2,5	2,1	2,1
Zona Euro	2,1	1,5	0,2	1,5	1,7	1,7	1,8
Alemanha	1,7	1,4	0,4	1,7	1,8	1,8	1,9
França	1,8	1,3	0,3	1,2	2,1	1,7	1,8
Itália	1,8	1,4	0,0	1,3	1,2	1,5	1,6
Portugal	3,0	1,3	0,6	1,6	1,4	1,5	1,8
Espanha	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,8	2,0
Japão	-0,3	0,4	-0,1	0,5	0,8	0,8	1,2
Reino Unido	1,9	2,6	0,7	2,7	2,6	2,2	2,0
Países emergentes	6,7	6,0	4,3	4,0	4,2	4,3	4,0
China	1,7	2,7	2,0	1,6	2,0	2,4	2,4
Índia	4,5	9,0	4,9	3,3	4,3	4,3	4,6
Indonésia	8,7	6,0	3,5	3,8	3,4	3,5	2,7
Brasil	7,3	6,2	8,8	3,5	3,6	4,1	4,1
México	5,2	4,1	2,8	6,0	4,5	3,8	3,4
Chile	3,1	3,5	3,8	2,2	2,5	2,9	3,0
Rússia	14,2	9,5	7,1	3,7	2,9	3,9	4,0
Turquia	27,2	8,1	7,8	11,1	13,4	12,0	8,1
Polónia	3,5	2,3	-0,2	1,6	1,4	2,7	2,5
África do Sul	5,3	6,1	6,3	5,3	5,0	5,5	5,1

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,5	2,4	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo das A. P.	2,3	-0,8	0,8	0,2	0,8	0,6	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-4,2	2,4	9,2	4,2	4,7	4,5
Bens de equipamento	1,3	-1,0	7,6	13,7	6,6	6,5	5,5
Construção	-1,6	-7,0	-1,3	8,3	4,6	6,2	5,5
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,5	-1,4	2,1	3,1	2,4	2,2	2,1
Exportação de bens e serviços	5,2	3,4	4,4	7,8	6,8	5,2	4,3
Importação de bens e serviços	3,6	1,2	4,7	8,1	7,1	6,0	4,5
Produto interno bruto	1,5	-0,6	1,9	2,8	2,1	1,9	1,9
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,4	1,2	3,3	2,5	0,8	0,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,3	11,1	8,9	7,0	6,6	6,3
Índice de preços no consumidor	3,0	1,3	0,6	1,6	1,4	1,5	1,8
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-9,4	-4,9	0,6	0,5	0,2	0,2	0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-7,9	-3,4	1,6	1,4	1,1	1,0	0,9
Saldo público (acum., % PIB) ²	-4,4	-6,8	-2,0	-3,0	-0,9	-1,0	-0,9

Notas: 1. Acumulado quatro trimestres. 2. Acumulado quatro trimestres. A partir de 2018, não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-1,1	2,8	2,5	2,4	2,2	2,2
Consumo das A. P.	5,0	0,8	1,0	1,9	1,8	0,9	0,8
Formação bruta de capital fixo	6,0	-4,1	2,9	4,8	6,0	3,8	2,8
Bens de equipamento	5,4	-0,2	5,2	5,7	7,0	4,4	2,8
Construção	6,2	-7,0	1,1	4,6	6,2	3,5	2,9
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,6	-1,6	2,4	2,9	3,0	2,2	2,0
Exportação de bens e serviços	4,8	2,4	5,2	5,2	2,9	3,7	3,9
Importação de bens e serviços	7,1	-1,5	2,9	5,6	4,8	4,2	4,1
Produto interno bruto	3,8	-0,4	3,2	3,0	2,5	2,1	2,0
Outras variáveis							
Emprego	3,4	-1,9	3,0	2,8	2,5	2,0	2,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	21,0	19,6	17,2	15,4	13,7	12,0
Índice de preços no consumidor	3,2	1,5	-0,2	2,0	1,7	1,8	2,0
Custos de trabalho unitários	3,3	0,4	-0,6	-0,1	0,7	1,9	2,4
Saldo Balança Corrente (acum., % PIB) ¹	-6,0	-2,1	1,9	1,9	1,1	1,1	1,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (acum., % PIB) ¹	-5,3	-1,7	2,2	2,1	1,3	1,3	1,3
Saldo público (acum., % PIB) ²	0,4	-7,3	-4,3	-3,1	-2,7	-2,0	-1,4

Notas: 1. Acumulado quatro trimestres. 2. Acumulado quatro trimestres. A partir de 2018, não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

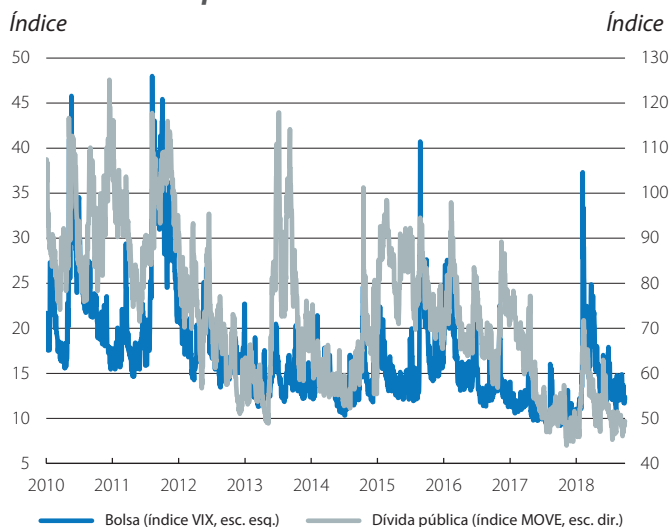
Previsões

A inconstância prevalece nos mercados financeiros

A dinâmica, sem tendência, do verão perdura no arranque do mês. Após um verão marcado por turbulências financeiras nas economias emergentes, os mercados financeiros destes países e da Europa mantiveram a dinâmica sem tendência de agosto, embora com o passar das semanas tenham conseguido recuperar parte do terreno perdido. Por outro lado, os índices bolsistas norte-americanos continuaram a bater recordes e a atingir máximos históricos, embora alguns indicadores questionem a sustentabilidade destes valores elevados. O mês também foi marcado pelas reuniões dos bancos centrais da Zona Euro e dos EUA. Ambos mantiveram uma perspetiva positiva sobre o cenário macroeconómico das suas respetivas regiões e confirmaram as estratégias de política monetária anunciadas nas reuniões anteriores: aumento gradual das taxas de juro nos EUA e a retirada gradual de estímulos monetários na Zona Euro. Assim, nos próximos trimestres, o contexto financeiro vai continuar a ser marcado por uma restritividade gradual das condições financeiras globais, fator fundamental que, aliado à incerteza sobre a dimensão da desaceleração da economia da China e aos receios de uma recuperação do protecionismo a nível mundial, tem vindo a desgastar o desempenho dos mercados de capitais, especialmente nas economias emergentes.

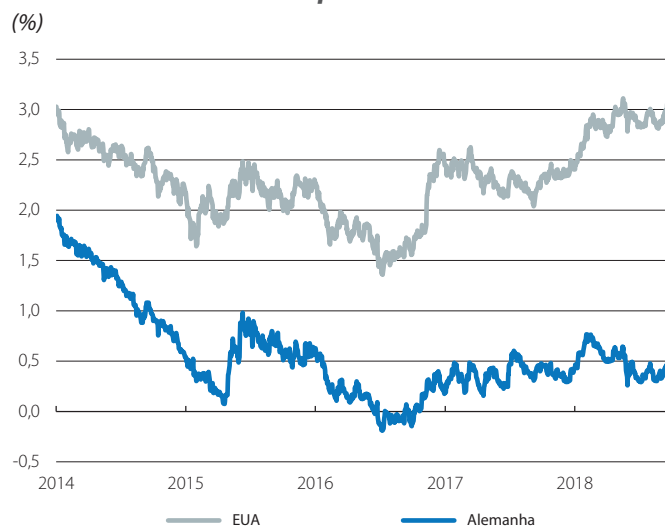
Os principais bancos centrais mantêm as trajetórias delineadas. Na Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE) manteve uma visão positiva do cenário macroeconómico na sua reunião de 13 de setembro, confirmando a sua intenção de manter o roteiro anunciado no passado mês de junho (redução nas compras líquidas de ativos para 15.000 milhões de euros mensais a partir de outubro deste ano, fim das mesmas em dezembro e taxas de juro sem alterações pelo menos até depois do verão). Por sua vez, na reunião celebrada a 25 e 26 de setembro, a Reserva Federal dos EUA (Fed) aumentou as taxas de juro pela terceira vez no corrente ano (em 25 p. b., para o intervalo de 2,00%-2,25%) numa decisão antecipada por parte dos investidores e analistas, e que se baseia no dinamismo da economia que refletem os dados de atividade, no mercado de trabalho e nos dados de inflação dos EUA. Nas semanas que antecederam a reunião, vários membros da Fed endureceram o tom dos discursos e apontaram para um ritmo firme de subidas das taxas de juro, o que provocou uma revisão em alta das expectativas dos investidores, que agora indicam duas subidas das taxas de juro em 2019 (em linha com a nossa previsão). Este movimento transmitiu-se para as taxas de juro soberanas, sendo que a taxa de juro a 10 anos aumentou mais de 20 p. b., até se situar acima dos 3%. Nesta mesma linha, a taxa de juro do *bund* alemão recuperou até atingir mais de 0,5% (um valor que não era alcançado desde maio), enquanto, no que diz respeito à periferia europeia, o prémio de risco italiano conseguiu diminuir mais de 60 p. b. desde os níveis elevados atingidos em agosto. No entanto, no final do mês, o prémio de risco transalpino recuperou mais de 35 p. b. após a publicação de notícias que indica-

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



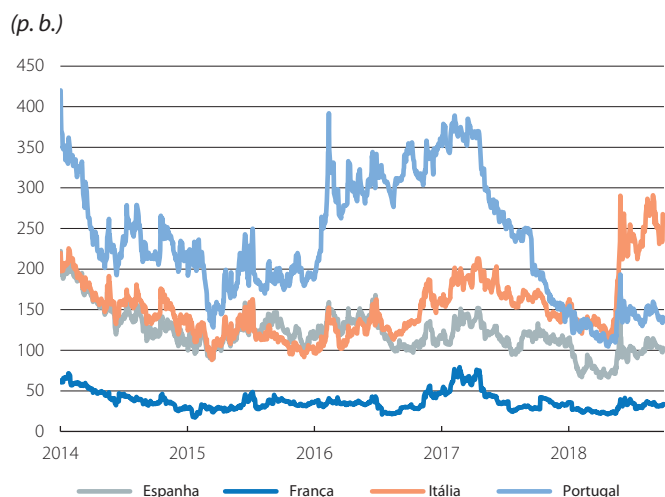
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos



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

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



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

vam que o governo italiano vai definir uma meta de déficit fiscal para o próximo ano substancialmente maior do que a inicialmente acordada com a Comissão Europeia.

As bolsas de valores europeias regressam hesitantes após o verão, enquanto nos EUA continuam em máximos históricos.

Num contexto marcado por receios de uma escalada do protecionismo a nível mundial, as bolsas da Zona Euro começaram o mês de setembro com a mesma ausência de tendência mostrada durante o período de férias. No entanto, após este arranque negativo, as bolsas europeias começaram a recuperar e a maior parte dos índices conseguiu fechar o mês em níveis semelhantes aos das primeiras sessões de setembro. Por outro lado, a bolsa norte-americana manteve a sua trajetória ascendente e ultrapassou o máximo histórico alcançado em agosto. Desta forma, as elevadas valorizações do rendimento variável norte-americano continuam a colocar alguns indicadores de sobrevalorização, como os índices CAPE e PER, em patamares elevados, o que questiona a sua sustentabilidade, especialmente num contexto de taxas de juro mais altas.

Os mercados financeiros das economias emergentes recuperam das turbulências sofridas no verão, embora permaneçam voláteis. No arranque do mês, tanto as moedas como os principais índices bolsistas das economias emergentes continuaram com a tendência negativa do verão, resultando em quedas generalizadas. No entanto, com o passar das semanas, estes ativos beneficiaram da boa dinâmica dos mercados financeiros globais e conseguiram recuperar parte do terreno perdido nos dias anteriores. Assim, no acumulado do mês, o índice bolsista para o conjunto das economias emergentes asiáticas recuperou parte das perdas, mas não conseguiu fechar em positivo, enquanto na América Latina os avanços na bolsa brasileira impulsionaram o índice MSCI desta região para terreno positivo. No entanto, as razões de fundo para estas turbulências financeiras permanecem latentes: as dúvidas sobre a robustez do crescimento na China, o aperto das condições financeiras globais, o aumento das tensões comerciais dos EUA com várias regiões, o aumento do preço do petróleo ou as idiosincrasias de alguns países e o possível efeito de contágio que podem ter sobre as restantes economias emergentes são fatores que podem continuar a pairar sobre os ativos emergentes.

O petróleo ultrapassa os 80 dólares. Após a estabilidade relativa durante o verão, em setembro o preço do barril de Brent ultrapassou os 80 dólares. As causas por trás desta recuperação são diversas, e a maioria delas está ligada a fatores que pesam na oferta global de crude. Por um lado, a entrada em vigor em novembro das sanções impostas pelos EUA ao Irão estão a diminuir as exportações de petróleo deste país. Por outro lado, vários países estão a cumprir em demasia com os cortes na produção de petróleo acordados pela OPEP e pelos seus parceiros, sem que aqueles com uma maior capacidade produtiva (como a Arábia Saudita) consigam compensar. Além disso, a produção de *shale* nos EUA está a ser inferior à esperada devido à existência de restrições.

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2017)

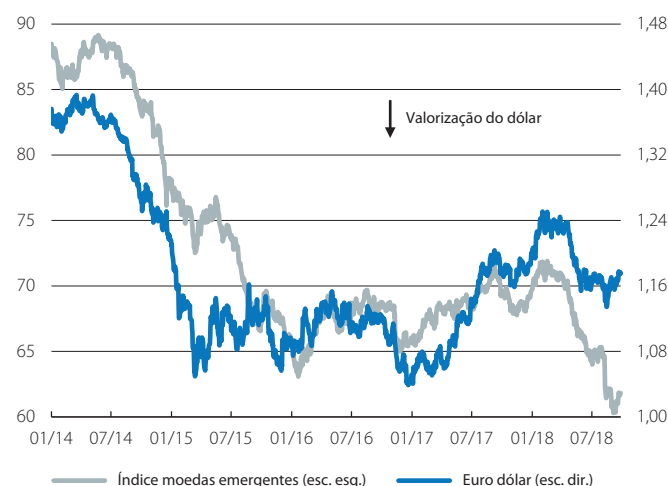


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Moedas internacionais face ao dólar

(Índice)

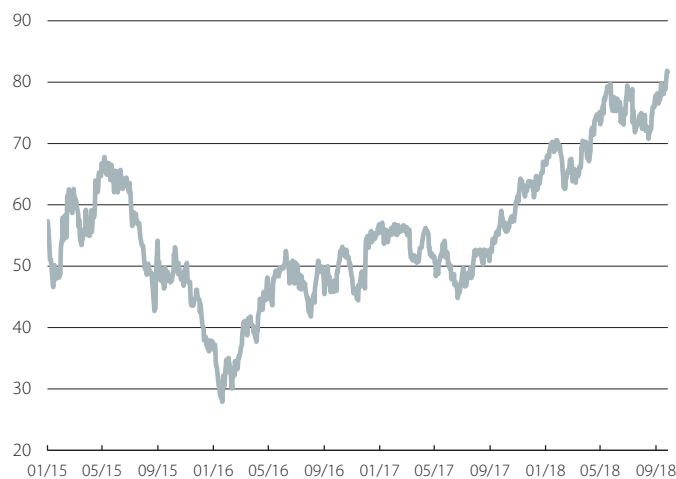
(Dólares por euro)



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

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

Turbulência financeira nas economias emergentes: preâmbulo de outra coisa?

Este ano de 2018 não está a ser um ano positivo para os ativos financeiros das economias emergentes. Após um ano de 2017 onde foram obtidos retornos elevados, a volatilidade regressou em 2018 por intermédio das perdas nas bolsas, maiores prémios de risco e da desvalorização de moedas em dimensões que não são de subestimar: no corrente ano, o índice bolsista MSCI para o conjunto dos países emergentes acumula perdas de cerca de 10%, o índice EMBI de obrigações emergentes mostra uma recuperação nos spreads de crédito de mais de 50 p. b. e os índices das moedas emergentes refletem uma desvalorização que ultrapassa ligeiramente os 10% (que é muito mais forte nas moedas de países como a Turquia ou a Argentina, com 37% e 55%, respetivamente).

Esta instabilidade não foi resultado do acaso. Na última década, o crescimento das economias emergentes tem sido favorecido tanto por condições monetárias globais permissivas (através das quais obtiveram um financiamento barato e abundante proveniente do exterior) como pela expansão do comércio internacional, suportada por um crescente papel central da economia da China. No entanto, a perspetiva inverteu-se e os mercados estão a começar a operar num contexto de restrição das condições financeiras (com aumentos nas taxas de juro dos EUA e um dólar mais forte) e maiores tensões comerciais e incertezas (tanto políticas como em torno da desaceleração da economia chinesa). Estas alavancas, aliadas às elevadas vulnerabilidades idiossincráticas de alguns países, como a Turquia ou a Argentina, provocaram uma maior aversão ao risco para as economias emergentes: será o preâmbulo de outra coisa?

Características das recentes turbulências

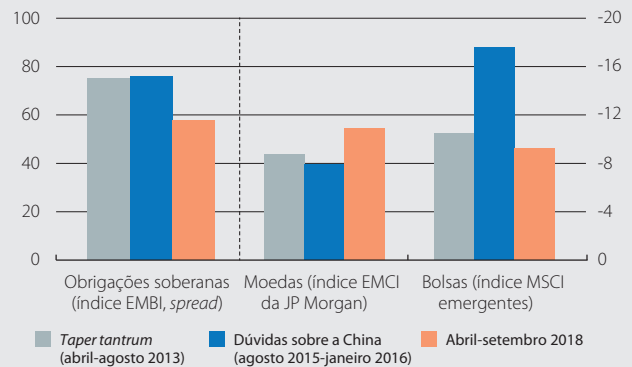
O fraco desempenho dos ativos financeiros emergentes foi particularmente acentuado a partir de abril de 2018, quando a erosão da incerteza política, as tensões comerciais (especialmente entre os EUA e a China) e o aperto monetário dos EUA começou a ser sentido no sentimento de investimento em relação às economias emergentes. Desde então, embora a maior parte dos países emergentes tenham sido afetados pela instabilidade, houve alguma discriminação entre economias com fundamentos macroeconómicos mais e menos sólidos. De facto, como mostra o segundo gráfico, existe um forte paralelismo entre a desvalorização da taxa de câmbio que cada país sofreu e a perceção do risco de incumprimento da sua dívida soberana.

Assim, as moedas que mais sofreram foram as das economias com vulnerabilidades externas significativas (com maiores necessidades de financiamento externo, poucas reservas de moedas internacionais e/ou participação elevada de investidores não residentes no mercado de títulos

Turbulências nas economias emergentes: reação dos mercados

Variação (p. b.)

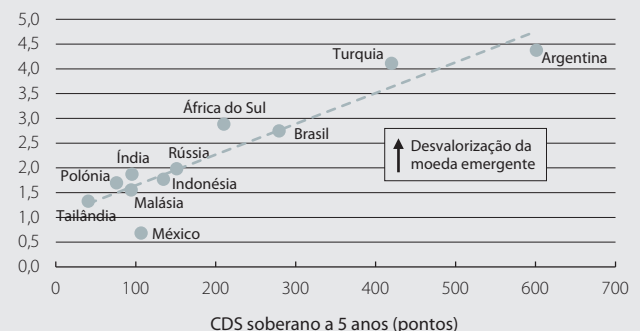
Desvalorização das moedas e perdas bolsistas (%)



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

Moedas emergentes: desvalorização e risco de incumprimento soberano

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)

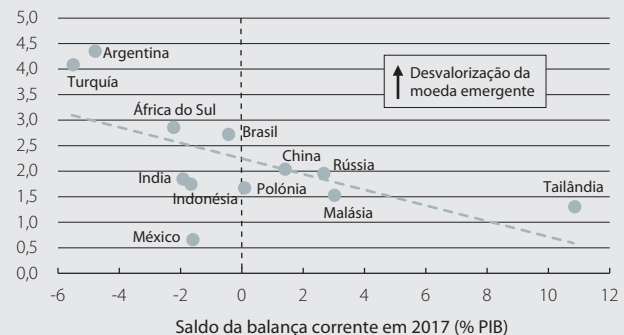


Nota: Cada ponto representa a desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018 de uma moeda emergente. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica.

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

Moedas emergentes: desvalorização e desequilíbrios exteriores

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)



Nota: Desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica.

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

local), como é possível observar no terceiro gráfico, enquanto as cotações bolsistas das economias asiáticas, que estão altamente integradas no comércio internacional e, em particular, na cadeia comercial da China, foram especialmente penalizadas. Por último, e na mesma linha, ao longo deste período as entradas de capital em carteira abrandaram e até ocorreram saídas de fundos de investimento, que afetaram particularmente as economias asiáticas, como a Indonésia e a Malásia.¹

No geral, a dimensão da turbulência não foi muito menor do que a de episódios anteriores, como o denominado *taper tantrum* de 2013 ou as correções da bolsa chinesa em 2015 (ver o primeiro gráfico). No entanto, até agora existe uma diferença básica: os investidores mostram um grau mais elevado de discriminação e sugerem dúvidas sobre alguns emergentes (conhecidos como frágeis), mas não sobre os restantes.

Qual é a saúde macroeconómica dos emergentes?

Como vimos, esta discriminação parece agir sobre os desequilíbrios externos das economias emergentes. Mas o aperto das condições financeiras globais, as tensões comerciais e a desaceleração económica na China fazem com que os investidores possam questionar as próprias fontes de crescimento dos países emergentes na última década.

Devido aos seus desequilíbrios macroeconómicos, noutros anos² já identificámos as economias emergentes mais vulneráveis perante mudanças no sentimento de investimento global (Argentina, Turquia e África do Sul), bem como um grupo secundário (Brasil, Colômbia, Hungria, Indonésia, Malásia e Polónia) onde os focos de risco são menos generalizados e se concentram na acumulação de dívida (principalmente institucional, mas também pública, como no caso do Brasil). O primeiro destes grupos foi o que sofreu maiores consequências derivadas do atual episódio de stress financeiro, enquanto alguns do segundo foram afetados mais pontualmente e com menos intensidade.

Os casos da Turquia (analisados no Focus «Crise financeira turca: em tempo de desconto» nesta mesma *Informação Mensal*) e da Argentina são explicados pela má combinação entre uma posição externa delicada, a presença de desequilíbrios internos (como uma taxa de inflação elevada) e erros de política económica. No entanto, a fragilidade das cotações financeiras noutros casos como a Rússia, a Índia ou o Brasil, especialmente relevantes devido ao seu maior papel sistémico, é mais difícil de caracterizar. Neste sentido, devemos ir além da expressão convencional dos desequilíbrios, que pode ser demasiado agregada.

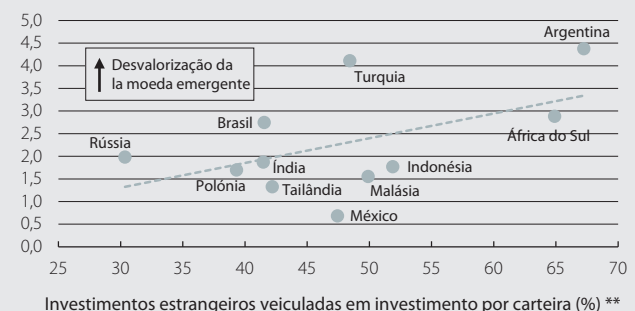
Por um lado, em relação às necessidades de financiamento externo, não importa apenas a sua dimensão como

também a sua composição. Em particular, como já foi constatado por vários autores,³ a dívida em carteira, os créditos e depósitos de bancos estrangeiros são especialmente sensíveis a picos de volatilidade global. De facto, a análise do episódio atual parece confirmar que as moedas dos países com maior proporção de investimento estrangeiro veiculado por intermédio de fluxos de carteira (e uma proporção menor de investimento estrangeiro direto) estão a sofrer pressões depreciativas maiores (ver o quarto gráfico). Isto ajuda a explicar – pelo menos parcialmente – por que é que economias como a Índia, que têm um défice na balança corrente aparentemente não excessivo, estão a ser questionadas.

Por outro lado, as vulnerabilidades externas não esgotam os riscos existentes. Embora o vínculo direto evidenciado seja entre crises cambiais e de dúvidas, num sentido amplo, sobre o financiamento externo, dentro de uma situação de dívida global em máximos históricos, a dívida

Moedas emergentes: desvalorização e composição do investimento estrangeiro

Variação da taxa de câmbio (escala logarítmica)*

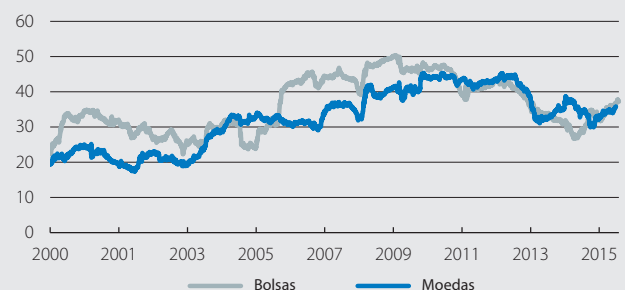


Notas: * Desvalorização em relação ao dólar norte-americano acumulada entre o final de abril e o início de setembro de 2018. Devido às fortes desvalorizações na Argentina e na Turquia, utilizamos uma transformação logarítmica. ** Fração referente à soma dos investimentos estrangeiros diretos e por carteira (passivos da posição de investimento internacional). Dados referentes a 2017.

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

Externalidades financeiras: impacto dos emergentes sobre os avançados

(p. p.)



Nota: As externalidades financeiras são definidas como a fração do erro de previsão de 12 dias das contribuições financeiras das economias que recebem a externalidade, que pode ser explicado pela evolução das contribuições financeiras da economia que emite a externalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2016.

1. Para mais informação, consultar o FMI (2018), «External sector report».
2. Ver o Focus «Emergentes frágeis: Argentina e Turquia, nem são casos excecionais, nem os primeiros de vários», na IM06/2018.

3. Ver, por exemplo, Hoggarth, G. et al. (2017), «Assessing the riskiness of capital inflows based on lender and currency», VoxEU.org.

agregada também requer atenção. Se recapitularmos, vemos que grande parte da discussão anterior decorre de um aumento no custo do financiamento externo devido ao impacto combinado de uma valorização do dólar e de taxas de juro mais elevadas nos EUA. No entanto, o impacto de condições financeiras menos acomodáticas no centro do sistema também afeta as taxas de juro nas moedas locais dos países emergentes: de certa forma produz externalidade. É que, de facto, análises diferentes confirmam que estas externalidades variam consideravelmente de acordo com os países, mas tendem a coincidir que, com base em dados históricos, são mais intensas nalguns dos países emergentes afetados pelo atual episódio de stress financeiro, como o Brasil, México, Indonésia, Hungria, África do Sul ou a Turquia.

Em suma, o episódio atual parece validar três premissas básicas. Primeiro, que a situação entre os países emergentes é claramente diferente e que a crise monetária está a afetar principalmente os denominados «autênticos frágeis». Como contrapartida lógica da primeira, uma segunda premissa é que muitos outros emergentes possuem fundamentos razoavelmente satisfatórios. Finalmente, a terceira premissa é que os investidores estão a verificar vulnerabilidades de natureza muito diferente e que isto pode ser considerado uma pista para o que o futuro nos pode trazer (é preciso ter atenção à dívida!) e, em particular, ao facto de saber se a atual situação de contágio moderado demonstra sinais de persistir num futuro próximo ou não.

Contágio moderado... mas com riscos

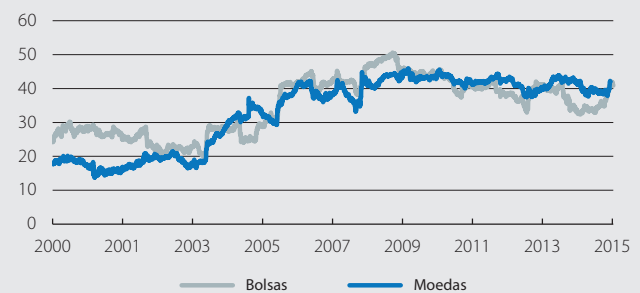
A conclusão de que muitas economias emergentes baseiam-se em fundamentos económicos razoavelmente sólidos poderia oferecer uma boa explicação para o facto de que o contágio observado até agora tenha sido limitado. No entanto, existem elementos que sugerem precauções.

Em primeiro lugar, vários autores têm alertado para o aumento da influência das cotações das economias emergentes sobre os restantes mercados financeiros internacionais, como resultado de uma maior integração no comércio mundial e nos mercados de capital internacional.⁴ Por exemplo, esta tendência, bem refletida no quinto e no sexto gráfico, fez com que em 2016 as flutuações em certos ativos financeiros emergentes explicassem cerca de 30% da variabilidade dos retornos das bolsas e das moedas de economias avançadas, e de 40% para outras emergentes. Em segundo lugar, e relacionado com o ponto anterior, foi documentado que existe maior probabilidade de contágio quando setores com uma elevada dependência de financiamento externo e empresas com menor liquidez e maior alavancagem exercem um papel importante.

Em terceiro lugar, o forte crescimento dos intermediários globais para transmitir fluxos de capital torna a estru-

4. Ver Gelos, G. e Surti, J. (2016), «The growing importance of financial spillovers from emerging market economies», VoxEU.org.

Externalidades financeiras: impacto dos emergentes sobre outros emergentes (p. p.)



Nota: As externalidades financeiras são definidas como a fração do erro de previsão de 12 dias das contribuições financeiras das economias que recebem a externalidade, que pode ser explicado pela evolução das contribuições financeiras da economia que emite a externalidade. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2016.

tura financeira mais propensa a produzir contágios: ao operar em várias jurisdições, os ajustamentos em carteira de uma economia que estes intermediários provavelmente façam, produzem reajustamentos nas carteiras que outras economias possuem. Finalmente, e na mesma linha, nas últimas décadas os fundos de investimento geridos passivamente (entre os quais se destacam os denominados ETF⁵) cresceram fortemente e conquistaram uma participação de mercado significativa como condutores de investimento em ativos de economias emergentes.⁶ De acordo com vários autores,⁷ esta importância crescente dos instrumentos de investimento passivos como veículos para canalizar fluxos de capital para economias emergentes traz consequências à sua capacidade de resistir à turbulência e ao contágio que as mesmas podem provocar. Em particular, a análise empírica dá indícios de que os fundos de investimento passivo são relativamente mais propensos a reajustar as carteiras em resposta a eventos globais do que em resposta a fatores locais próprios de países onde foram investidos ativos. Assim, o surgimento de fundos de investimento passivo ajudaria a reduzir o papel restritivo que fundamentos macroeconómicos mais fortes podem desempenhar face às flutuações das cotações emergentes (pelo menos a curto prazo). Nesta mesma linha, índices como o apresentado no sétimo gráfico mostram que as economias emergentes receberam maiores investimentos provenientes de investidores com maior propensão a retirar capital de forma abrupta.

O que é que o futuro nos reserva?

Economias frágeis, como a Argentina e Turquia, terão que enfrentar uma agenda de ajustamentos económicos para corrigirem os seus elevados desequilíbrios macroeconómicos, enquanto nas restantes, de forma geral, encontra-

5. Proveniente do inglês, *exchange-traded funds*.

6. Algumas estimativas situam a sua quota de mercado em 20%. Ver Converse, N. et al. (2018), «How exchange-traded funds amplify the global financial cycle in emerging markets».

7. Ver a referência da nota anterior.

mos várias combinações de fundamentos macroeconômicos sólidos e algumas fraquezas idiossincráticas.⁸ Não obstante, é provável que dentro de um contexto internacional menos favorável, os ativos financeiros emergentes continuem a sofrer moderadamente nos próximos meses, o qual irá repercutir num pequeno impacto – mas apreciável – no seu ritmo de crescimento.

Entre os fatores que vão determinar a dimensão deste entrave, destaque para: o aperto das condições financeiras globais, a extensão da desaceleração na China e a evolução dos preços do petróleo. O último é especialmente difícil de prever, mas existe algum consenso entre os analistas de que tanto o aperto das condições financeiras como a desaceleração na China serão processos graduais. Assim, é provável que a desaceleração do crescimento nos países emergentes seja pequena. No entanto, é necessário analisar o que poderá acontecer se a dinâmica destes três fatores for diferente daqueles considerados dentro deste cenário central.

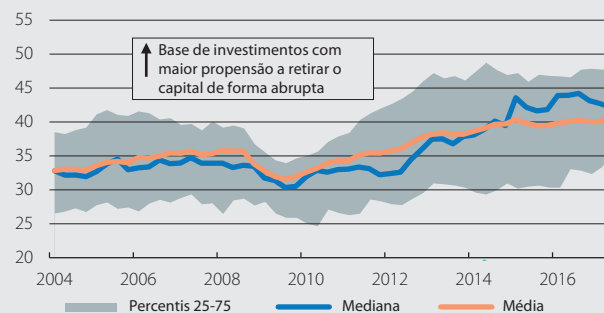
Primeiro, os picos de inflação nos EUA e/ou os sinais claros de sobreaquecimento poderiam provocar uma política monetária mais restritiva do que a prevista pela Fed e, consequentemente, das condições financeiras globais. Neste cenário, poderiam ser especialmente afetadas economias desfavorecidas com uma elevada dívida denominada em moeda estrangeira, como a Malásia, bem como aqueles países com necessidades de financiamento externo significativas, como a Indonésia, a Índia ou a África do Sul. Em segundo lugar, no que diz respeito à China, é esperada uma desaceleração muito gradual devido à extensa margem disponível para as autoridades (tais como o grande colchão de reservas e a possibilidade de aplicar políticas fiscais e monetárias mais expansionistas). No entanto, as estimativas sugerem que uma acentuação das tensões comerciais com os EUA poderia começar a prejudicar o crescimento chinês em 1 p. p. Neste cenário, o impacto sobre o bloco emergente seria heterogêneo, mas afetaria direta e claramente os produtores de metais industriais (como o Brasil, Chile e a África do Sul) e os países do Leste Asiático mais ligados a cadeias de valor globais que se concentram em torno da China (como a Malásia, Taiwan ou a Coreia do Sul). Finalmente, se o preço do petróleo continuar a crescer constantemente, deparar-nos-íamos com um cenário com vencedores (exportadores líquidos que agora aparecem nas listas das economias frágeis, como o Brasil e a Colômbia) e perdedores (importadores de crude como a Índia, que aumentariam o seu déficit na balança corrente).⁹

8. Por exemplo, a maioria possui almofadas de reserva adequadas, enquanto existe uma maior heterogeneidade em termos de margem de política fiscal (de uma situação relativamente delicada no Brasil para posições mais confortáveis na Ásia emergente).

9. Neste cenário, a situação na Índia merece uma referência especial. A sua balança corrente é muito sensível às flutuações do petróleo e, além disso, o aumento das importações pode provocar uma inquietação social em 2019, ano em que o presidente Modi procura a sua reeleição.

Economias emergentes: índice de risco da base de investimento

Índice (0-100)

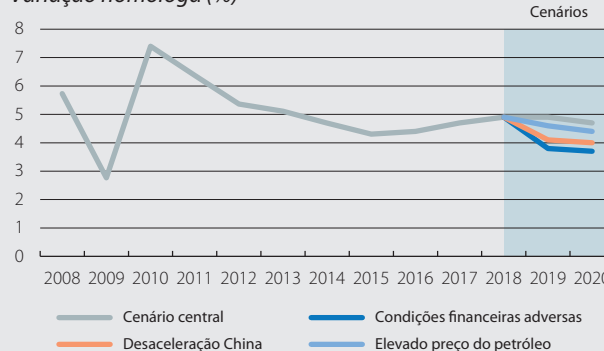


Nota: O índice de risco da base de investimentos de Arslanalp, S. e Tsuda, T (2012), «Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt», captura a probabilidade de sofrer saídas repentinas de capital de acordo com o tipo de investidor.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório de estabilidade financeira global do FMI de abril de 2018.

Economias emergentes: PIB

Variação homóloga (%)



Nota: Cenários construídos a partir das sensibilidades estimadas nos artigos «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?» na IM07/2018, «China: na prosperidade e na adversidade» na IM06/2018 e «Crescimento nos emergentes e condições financeiras globais: uma relação comprometida» na IM05/2018.

Fonte: BPI Research.

Segundo estimativas apresentadas em análises anteriores,¹⁰ estes cenários poderiam subtrair o crescimento do bloco nos próximos dois anos entre 0,3 p. p. e 1 p. p., números significativos face aos quais devemos permanecer vigilantes, embora aparentemente não sejam o suficientemente prejudiciais para colocar em risco a expansão da economia mundial. Isto reflete a visão de que, na sua totalidade, os países emergentes estão melhor do que há 10 anos e, especialmente, do que nos nefastos anos 90. Existem algumas exceções patológicas, agravadas por más decisões em termos de política económica (Turquia e Argentina) e, num contexto global mais complexo, é provável que os ativos financeiros das economias emergentes continuem a ser afetados negativamente. No entanto, os seus fundamentos e a discriminação demonstrada pelos investidores até ao momento devem impedir a ativação de dinâmicas de sanções mais severas.

10. Ver o Focus «Crescimento nos emergentes e condições financeiras globais: uma relação comprometida» na IM05/2018, «China: na prosperidade e na adversidade» na IM06/2018 e «O que está por trás do aumento do preço do petróleo?» na IM07/2018.

Taxas de juro (%)

	28-set	31-ago	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,32	-0,32	0	1,1	1,1
Euribor 12 meses	-0,16	-0,17	1	2,6	1,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,59	-0,62	3	4,8	12,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,52	-0,61	9	10,7	17,7
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,47	0,33	14	4,3	-0,9
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,50	1,47	3	-6,7	-12,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,88	1,92	-4	-6,3	-53,9
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,25	2,00	25	75,0	100,0
Libor 3 meses	2,40	2,32	8	70,6	106,5
Libor 12 meses	2,92	2,84	8	81,3	113,3
Dívida pública a 1 ano	2,56	2,45	11	82,8	127,3
Dívida pública a 2 anos	2,82	2,63	19	93,7	136,9
Dívida pública a 10 anos	3,06	2,86	20	65,5	75,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-set	31-ago	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	69	68	1	24,0	11,0
Itraxx Financeiro Sénior	84	85	-1	40,5	24,3
Itraxx Financeiro Subordinado	171	177	-6	66,6	33,4

Taxas de câmbio

	28-set	31-ago	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
EUR/USD (dólares por euro)	1,160	1,160	0,0	-3,3	-1,5
EUR/JPY (ienes por euro)	131,930	128,840	2,4	-2,5	-0,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,890	0,896	-0,6	0,3	1,5
USD/JPY (ienes por dólar)	113,700	111,030	2,4	0,9	1,2

Matérias-primas

	28-set	31-ago	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Índice CRB de matérias primas	415,0	411,4	0,9	-4,0	-3,0
Brent (\$/barril)	82,7	77,4	6,8	23,7	44,1
Ouro (\$/onça)	1.192,5	1.201,4	-0,7	-8,5	-7,4

Rendimento variável

	28-set	31-ago	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2018 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
S&P 500 (EUA)	2.914,0	2.901,5	0,4	9,0	16,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.399,2	3.392,9	0,2	-3,0	-4,6
Ibex 35 (Espanha)	9.389,2	9.399,1	-0,1	-6,5	-9,1
PSI 20 (Portugal)	5.359,3	5.422,6	-1,2	-0,5	-0,3
Nikkei 225 (Japão)	24.120,0	22.201,8	8,6	6,0	18,4
MSCI emergentes	1.047,9	1.056,0	-0,8	-9,5	-2,3

O crescimento mantém uma tendência positiva, apesar do aumento dos riscos negativos

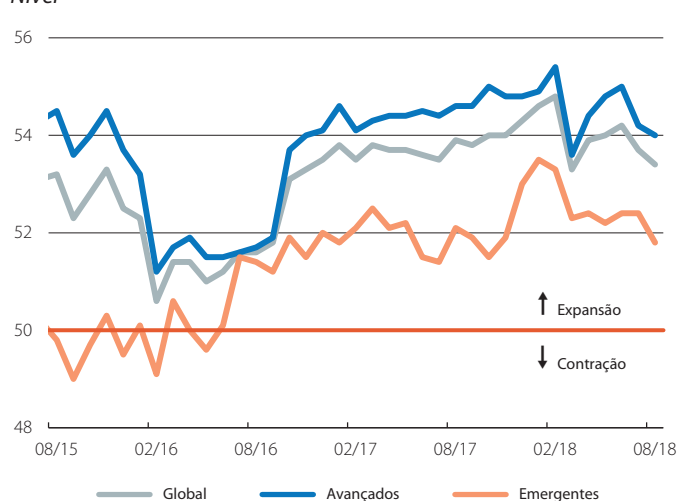
Os indicadores de atividade global mantêm-se elevados, mas sugerem uma relativa estabilização do crescimento, especialmente nos países emergentes. Em particular, o índice de confiança empresarial (PMI) composto global permanece numa zona claramente de expansão (acima dos 50 pontos), embora tenha caído novamente pelo segundo mês consecutivo em agosto até alcançar os 53,4 pontos, o seu nível mais baixo desde março. Esta regressão do índice foi mais acentuada nos países emergentes, que estão a experimentar um aumento na incerteza política e económica e devido ao aperto gradual das condições financeiras globais. Para os próximos trimestres, esperamos que o crescimento das economias emergentes continue a desacelerar gradualmente, de modo que o ritmo de crescimento global será um pouco mais contido.

Os últimos eventos geopolíticos realçam o aumento dos riscos negativos. Em particular, apesar de ter encetado negociações com a China para atenuar as tensões comerciais, os EUA anunciaram uma nova aplicação de taxas aduaneiras sobre as importações chinesas (desta vez de 10% sobre um valor de 200.000 milhões de dólares), que acresce ao pacote aduaneiro de 25% para produtos chineses por um valor de 50.000 milhões de dólares já aplicado no verão. Por sua vez, no âmbito da política europeia, o Reino Unido e a UE esperam terminar nas próximas semanas o acordo de saída que tornará efetivo – a partir de 29 de março – o acordo de transição previamente fechado e segundo o qual o Reino Unido vai permanecer no mercado único e na união aduaneira até ao final de 2020. No entanto, ainda existem elementos importantes a serem resolvidos – como encontrar uma solução para o problema da fronteira entre a Irlanda e a Irlanda do Norte – e o processo de ratificação no Reino Unido pode ser complicado e acabar por atrasar o acordo. Assim, é provável que nas próximas semanas (ou mesmo meses) a incerteza em torno do *Brexit* volte a ser protagonista até que o acordo de saída final seja anunciado, que poderia ser acompanhado por uma declaração na qual comecem a ser traçados, em termos gerais, as relações futuras entre o Reino Unido e a UE. Finalmente, em Itália, tudo indica que o governo de coligação vai propor um desvio significativo da meta de défice acordada em maio em Bruxelas (possivelmente elevando-a dos 0,8% acordados para 2,4%, um número que dificulta a correção da elevada dívida pública italiana). Embora os detalhes oficiais sobre a dimensão final e a composição das medidas fiscais permaneçam incertos, os novos planos podem provocar tensões nos mercados financeiros e com os parceiros europeus.

ESTADOS UNIDOS

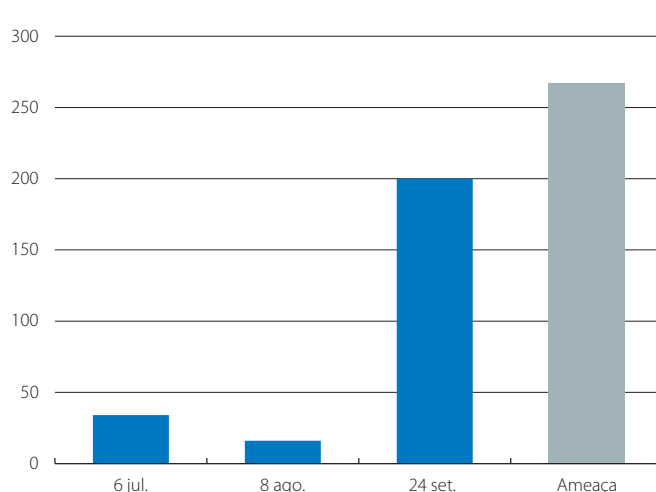
Os indicadores continuam a sugerir um crescimento sólido. Em particular, após o crescimento positivo do PIB no 2T (1,0% em cadeia e 2,9% em termos homólogos), os indicadores dis-

Indicadores de atividade: PMI composto



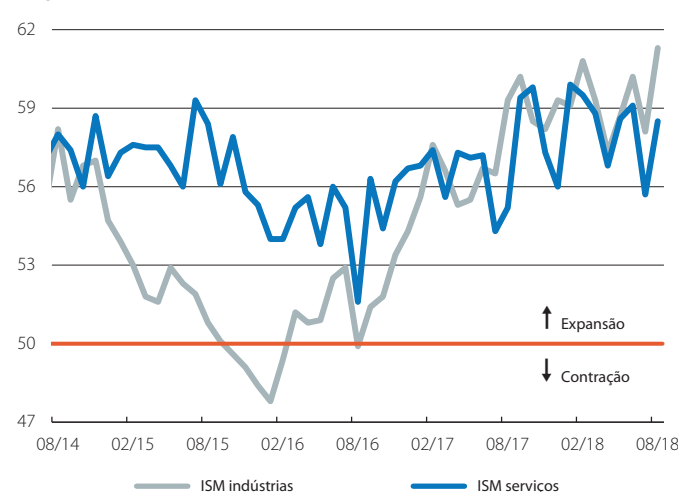
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

EUA: taxas aduaneiras às importações chinesas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do U.S. Trade Representative Office.

EUA: indicadores de atividade



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

poníveis para o 3T – alguns superaram as expectativas – confirmam que a economia norte-americana mantém uma evolução dinâmica. Por exemplo, os modelos de previsão Nowcasting do PIB das Reservas Federais de Atlanta e de Nova Iorque preveem um ritmo de atividade para o 3T bem acima do crescimento potencial da economia americana (que está próximo de 2%). Da mesma forma, os índices de confiança empresarial (ISM) do setor industrial e dos serviços aumentaram significativamente em agosto, situando-se respetivamente em 61,3 e 58,5 pontos, bem acima do nível que limita a zona de expansão da de recessão (50 pontos).

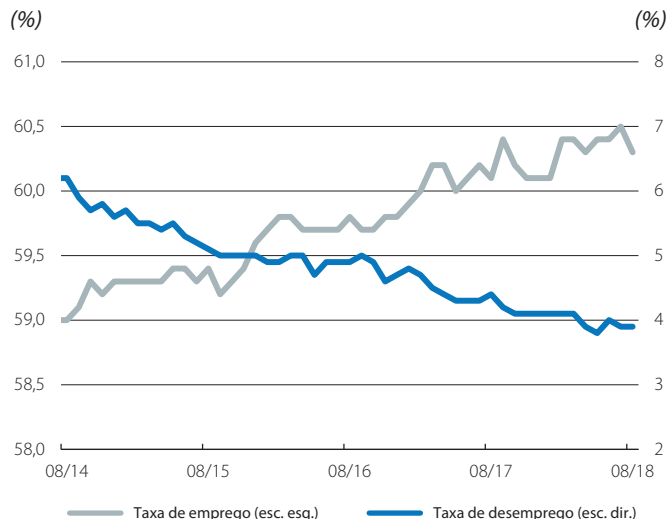
O mercado de trabalho e a procura interna demonstram robustez. Especificamente, em agosto foram criados 201.000 empregos, um número considerável numa economia que está virtualmente em pleno emprego. Da mesma forma, a taxa de desemprego manteve-se num reduzido 3,9%, enquanto os salários continuaram a crescer a bom ritmo (2,9% homólogo). Neste contexto, a confiança das famílias mantém-se elevada, tal como mostra o registo alcançado pelo índice de confiança do consumidor elaborado pelo Conference Board em agosto, que aumentou para níveis que não se registavam desde 2000 (133,4 pontos). Tudo isto reforça as boas perspetivas de crescimento da economia norte-americana para este ano de 2018 (de 2,8%, segundo o BPI Research).

A taxa de inflação trava a trajetória ascendente dos últimos meses, mas permanece em níveis consistentes. Especificamente, a taxa de inflação geral situou-se em 2,5% em agosto, 2 décimas inferior ao registo do mês anterior, mas claramente acima da média de 2017 (de 2,1%). Por outro lado, a taxa de inflação subjacente, que exclui as componentes mais voláteis da energia e alimentos, situou-se em 2,2% (2,4% em julho). Esta ligeira desaceleração no crescimento dos preços deveu-se, em parte, à dissipação esperada de fatores temporários, como os efeitos de base causados pela forte queda nos preços das telecomunicações em 2017. Nos próximos meses, esperamos que a força da atividade económica dos EUA continue a suportar pressões inflacionárias firmes, que apoiarão a intenção da Reserva Federal de prosseguir com o aumento das taxas de juro (haverá mais um no corrente ano, segundo o BPI Research).

EUROPA

As perspetivas da Zona Euro permanecem positivas, apesar da desaceleração no ritmo de atividade. O abrandamento do crescimento no primeiro semestre do ano deveu-se, em grande parte, ao menor dinamismo da procura externa – após um ano de 2017 muito positivo – refletindo o enfraquecimento da procura mundial de bens e de serviços e a valorização do euro em 2017. Assim, na sua atualização trimestral do quadro macroeconómico, o BCE moderou as suas previsões de crescimento para a Zona Euro em 1 décima, para 2,0% em 2018 e de 1,8% para 2019 (um cenário muito semelhante ao do BPI Research). No entanto, nos próximos trimestres esperamos que a expansão económica da Zona Euro se mantenha firme, com uma taxa de crescimento ligeiramente acima do potencial, suportada por

EUA: mercado de trabalho



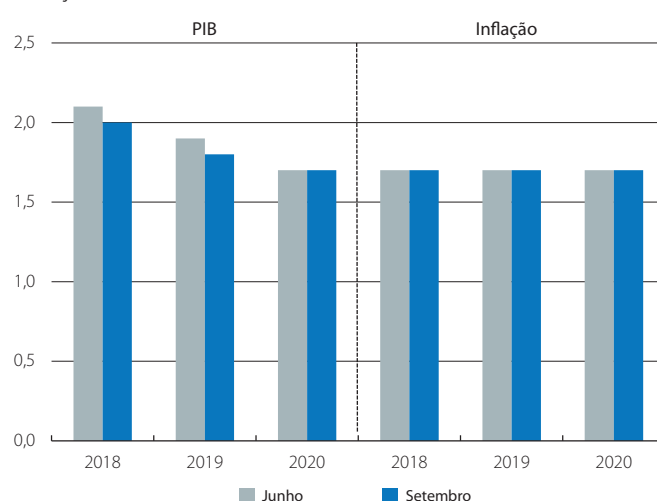
EUA: IPC

Variação homóloga (%)



Zona Euro: previsões do BCE do PIB e da inflação

Variação anual (%)



condições financeiras muito favoráveis e pela boa evolução do mercado de trabalho.

A procura interna continua a ser o principal motor de crescimento no 2T. Assim, a decomposição do PIB na Zona Euro mostra que a evolução do 2T (de 2,1% em termos homólogos) foi impulsionado por uma contribuição de 1,7% da procura interna (1,8 p. p. no 1T), devido ao bom desempenho do investimento e apesar da ligeira desaceleração do ritmo de crescimento do consumo privado. Por sua vez, a procura externa voltou a fraquejar, tendo reduzido sua contribuição para 0,4 p. p. (0,6 p. p. no 1T) face a um ritmo de crescimento modesto nas exportações de bens e serviços.

Os indicadores de atividade sugerem que o ritmo de crescimento no 3T se mantém em níveis semelhantes aos do primeiro semestre do ano. O índice composto PMI para o conjunto da Zona Euro – que mede a confiança empresarial – situou-se em 54,2 pontos em setembro, 3 décimas abaixo do registo de agosto, mas numa confortável zona de expansão. Assim, o índice de sentimento económico (ESI) alcançou os 110,9 pontos em setembro, um registo semelhante à média de 2017 (110,7). Por outro lado, a confiança do consumidor, embora tenha caído em setembro pelo segundo mês consecutivo, para -2,9 pontos, continua a ser semelhante à média de 2017 (-2,5 pontos). Neste sentido, o consumo privado vai continuar a ser sustentado pelo mercado de trabalho, que continua a apresentar uma dinâmica favorável (em julho, a taxa de desemprego permaneceu em 8,2%, o registo mais baixo desde novembro de 2008).

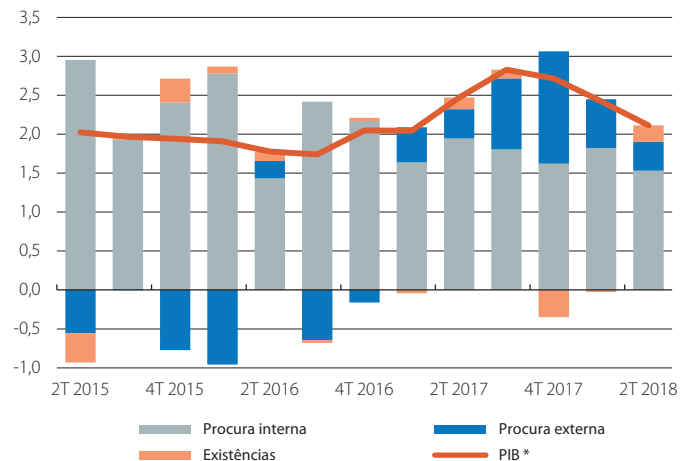
EMERGENTES

Na China, os indicadores económicos apontam para a desaceleração da atividade nos próximos meses. Em particular, a produção industrial cresceu 6,1% em agosto em relação ao mesmo mês do ano anterior (6,0% em julho), um registo positivo, embora abaixo da média de 2017 (de 6,5%). Situação semelhante ocorreu com as vendas a retalho, que cresceram 9,0%, 2 décimas acima do valor de julho, mas claramente inferior à média de 2017 (10,2%). Da mesma forma, com os dados disponíveis, o indicador de atividade do BPI sugere um ritmo de crescimento ligeiramente menor no 3T. Tudo isto aponta para o facto de que, nos próximos meses, o crescimento do país vai continuar a abrandar gradualmente, apesar das recentes políticas governamentais de apoio ao investimento e ao crédito.

No Brasil continua a pesar a incerteza política sobre o crescimento. A economia brasileira cresceu 1,0% homólogo (0,2% em cadeia) no 2T, valor inferior ao observado no 1T (1,2%), confirmando que a recuperação económica ainda não se concretizou devido à elevada incerteza política e a um contexto de eleições presidenciais e legislativas. Neste sentido, esperamos que a incerteza política – mesmo após a retirada de Lula como candidato do Partido dos Trabalhadores – continue a pesar sobre a atividade, dado que nenhum dos candidatos à presidência parece ter vontade de implementar as reformas que a economia precisa.

Zona Euro: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (%)

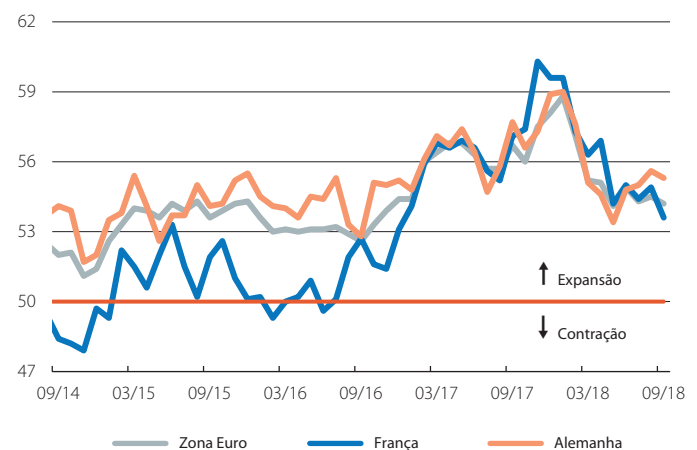


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Zona Euro: indicador de atividade PMI composto

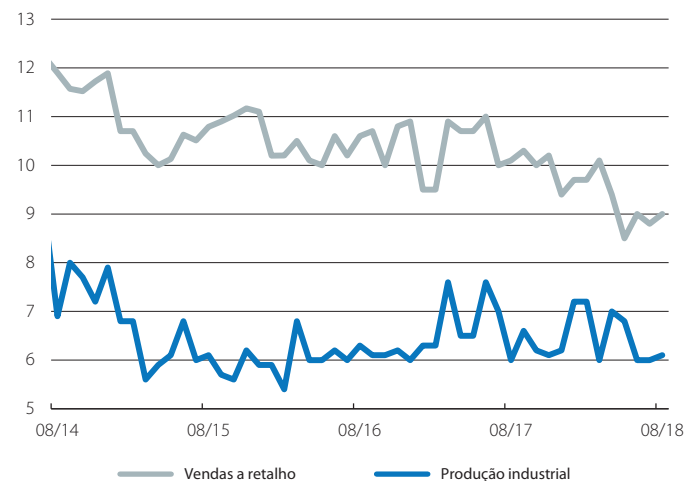
Nível



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

China: indicadores de atividade

Variação homóloga (%)



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

Crise financeira turca: em tempo de desconto

Desde 1 de agosto que a lira turca desvalorizou em torno de 20%, situando-a como a segunda moeda emergente que mais sofreu, depois do peso argentino. No corrente ano, a desvalorização acumulada é de aproximadamente 40%, apenas superada novamente pelo peso. Da mesma forma, e também desde o início do ano, a taxa de juro das obrigações a 10 anos subiu perto de 900 p. b., situando-se em 20,3%. Em suma, é uma crise cambial considerável e com uma evolução incerta por diante. Como é que a Turquia chegou a esta situação? Quais são as alternativas que se abrem face ao futuro?

Aparentemente, o elemento detonador para este frenesim vendedor da moeda turca nos últimos meses tem sido uma escalada diplomática entre os EUA e a Turquia que levou ao anúncio por parte dos norte-americanos do estabelecimento de taxas aduaneiras sobre o aço e o alumínio importados da Turquia. No entanto, esta é apenas uma leitura superficial. Embora seja verdade que há alguns anos ambos os países tiveram divergências ao nível da política externa, a causa da crise cambial turca assenta numa natureza económica: é sinal de que provavelmente estamos perante um sobreaquecimento da economia bastante clássico.

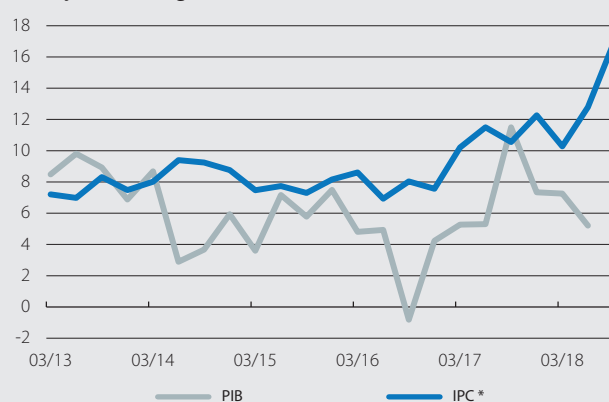
Assim, nos últimos anos, mas com maior força desde o final de 2016, a Turquia passou por um período de forte crescimento (crescimento médio do PIB de 6,6% desde o 4T 2016), enquanto a taxa de inflação, no mesmo período, ficou pelos 11%, em média (mas com tendência a derrapar, como mostra o primeiro gráfico) e o défice da balança corrente em 6,5% do PIB.

As características essenciais de um padrão de crescimento insustentável são, portanto, evidentes: o forte avanço no ritmo da atividade foi alcançado com um acumular de desequilíbrios macroeconómicos internos e externos muito elevados. A evolução dos preços aponta para a incapacidade da economia turca de crescer sem congestionamentos; e o grande défice da balança corrente indica que o financiamento externo tem sido altamente utilizado. Esta última posição também apresenta uma variante particularmente delicada dentro de um contexto como o atual, caracterizado por uma restritividade gradual das condições financeiras globais: as empresas turcas aproveitaram um contexto de financiamento abundante e barato em moeda estrangeira (dólares e euros, principalmente) para se endividarem com as mesmas, chegando ao ponto desta dívida representar 36,3% do PIB, das maiores percentagens entre os principais países emergentes. Em suma, o resultado é que enquanto a maior parte dos países emergentes apresenta um crescimento proporcional ao seu potencial (ou até menos), na Turquia, estima-se que a lacuna de produção possa estar num valor positivo de entre 3% e 2%.

O sobreaquecimento turco foi agravado pela política económica aplicada. Longe de atacar os desequilíbrios com

Turquia: crescimento do PIB e inflação

Variação homóloga (%)



Nota: * Para o 3T 2018, média de julho e agosto.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Turco de Estatística (Turkstat).

Turquia: taxa de juro de referência e expectativas de inflação

(%)



Nota: * Breakeven da inflação a cinco anos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Central Nacional e da Bloomberg.

uma política contracíclica decidida, a orientação geral tem sido negar a premissa fundamental da existência de um crescimento excessivo. Em particular, a política monetária, apesar da acumulação de pressões nos preços, manteve a taxa de juro de referência em 8,0% desde o final de 2016 e até ao passado mês de maio (ou seja, uma taxa de juro real negativa para uma economia que durante grande parte deste período cresceu acima dos 7%). O resultado – previsível – é que os investidores começaram a questionar a credibilidade da política monetária turca: se as expectativas da taxa de inflação a médio prazo eram há um ano inferiores a 8%, atualmente estão em torno dos 20%. As medidas adotadas desde maio (entre outras decisões menores, a de adotar diferentes medidas macroprudenciais, elevando a taxa de juro de referência de 8,0% para 24,0% e limitando a capacidade de operar em moedas estrangeiras) foram recebidas como uma resposta tardia em termos de política monetária e com uma intensidade inadequada, tendo em conta os

desequilíbrios acumulados. Se, além disso, a política fiscal – que é tradicionalmente um ponto forte da política económica – também não atuou de forma decisiva (só agora é que aponta para uma concretização de um superávit primário, após vários anos em que ocorreram fortes aumentos salariais da função pública), a falta de credibilidade, longe de se circunscrever à política monetária, abrange toda a política económica.

Para quem conhece a história económica do país, esta evolução é paradoxal. A Turquia parecia ter endossado as lições do fortíssimo ajustamento macroeconómico de 2001, como também as mudanças radicais no sistema económico que se seguiram (com a reestruturação do sistema bancário, a introdução de rigor nas finanças públicas e a reinvenção do banco central como uma entidade verdadeiramente independente). Foi uma experiência bem-sucedida que favoreceu que, pela primeira vez, o país pudesse ter uma economia de mercado moderna e com um funcionamento institucional comparável ao das melhores economias emergentes.

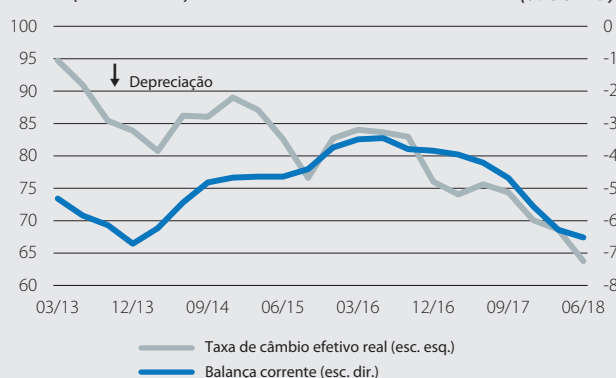
Embora o distanciamento da ortodoxia possa ser devido a muitos fatores, parece inegável que a excecional situação política do país nos últimos anos é um ingrediente essencial. A Turquia experimentou, em poucos anos, mudanças substanciais no seu contexto político externo e interno, cuja gestão representou um desafio para o governo, como teria acontecido em qualquer outro país submetido a situações semelhantes. Desde o início, a partir de uma perspetiva externa, a mudança magmática no Médio Oriente, com conflitos com a dureza da guerra civil síria ou a luta contra o ISIS, teve um impacto na política nacional, que teve que ser gerida a partir de desafios militares e de segurança interna, inclusivamente os derivados do fluxo de refugiados. No entanto, também se somou a tentativa de golpe de estado de julho de 2016, com o aumento do grau de intervenção interna que se seguiu, a difícil reinvenção do regime constitucionalista turco (que representou uma viragem para um modelo presidencialista muito distante do existente desde 1923, quando a república foi instaurada) e umas eleições presidenciais e legislativas fundamentais em 2018, já sob as novas reformas. Face a esta situação, um ajustamento macroeconómico, que teria custos sociais inevitáveis, teria corroído o capital político disponível. Esta opção, que talvez pudesse ser desculpada em 2016, quando os investidores tendiam a ter uma visão relativamente complacente dos riscos emergentes, tem sido insustentável em 2018, quando o impacto da incerteza global nos mercados emergentes com maiores desequilíbrios e o aperto da política monetária da Fed se tornaram virulentos.

Agora, a Turquia precisa de enfrentar simultaneamente uma forte pressão nos âmbitos reais e financeiros da sua economia. A situação atual de paragem repentina do capital *de facto* levará a um inevitável ajustamento da atividade. Neste sentido, a desaceleração ocorrida no 2T, quando o crescimento foi de 5,2% homólogo em comparação com os 7,3% do 1T, pode ser apenas o prelúdio para uma maior fraqueza económica. Embora o exercício de efetuar previsões em ple-

Turquia: saldo da balança corrente e taxa de câmbio

Índice (100 = 2010)

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Pagamentos Internacionais e do Instituto Turco de Estatística (Turkstat).

na turbulência financeira seja especialmente incerto, o BPI Research prevê uma descida rápida do crescimento, que poderá acabar por ser o menor desde a Grande Recessão de 2008-2009. Esta perda de ritmo será acompanhada pela manutenção de uma taxa de inflação nos dois dígitos nos próximos trimestres. Apesar da menor pressão sobre o lado da procura, nos próximos meses haverá uma repercussão completa da desvalorização da moeda nos preços dos bens importados. No que diz respeito à dimensão financeira, as dificuldades são ainda maiores. Devido ao elevado nível de endividamento em moeda estrangeira acumulado pela economia turca, enfrentar o seu pagamento e renovação, num contexto de uma lira altamente desvalorizada e com taxas de juro internacionais que se espera que aumentem, é um desafio. Nesta situação, parece provável que as dificuldades financeiras das empresas acabem por repercutir num aumento do incumprimento bancário.

Face a este panorama, quais são as vias que ainda permanecem abertas? Essencialmente, os tomadores de decisão de política económica têm várias opções à sua disposição para estabilizar a situação. A menos ortodoxa, e com maiores riscos de ser insuficiente e talvez mesmo contra-producente, é estabelecer um controlo de capitais. O mais convencional seria aprofundar o programa de ajustamento que combina ajustamento fiscal e restritividade monetária. As decisões das últimas semanas, com o aumento da taxa de juro de referência e o anúncio de um ajustamento fiscal equivalente a 1,3% do PIB, seriam passos neste sentido. As medidas anteriores teriam maior probabilidade de sucesso se fossem acompanhadas pela ajuda financeira do FMI, uma possibilidade que tem sido repetidamente negada pelas autoridades turcas, mas que facilitaria uma recuperação mais rápida da credibilidade da política económica. Na ausência de crédito do FMI, o ajustamento pode terminar por ser menos gradual e mais intenso. Definitivamente, a Turquia ficou sem tempo e tem pouca margem de reação. O jogo não está perdido, mas o prolongamento está prestes a acabar e é conveniente começar a tentar acertar na baliza o mais rapidamente possível.

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18
Atividade								
PIB real	1,6	2,2	2,3	2,5	2,6	2,9	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,1	4,0	5,3	4,4	5,2	6,1	5,9
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	120,3	126,0	127,1	127,2	127,9	134,7
Produção industrial	–1,9	1,6	1,3	3,0	3,4	3,4	4,0	4,9
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,4	57,4	58,7	58,7	59,7	58,7	58,1	61,3
Habitações iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.172	1.259	1.317	1.261	1.174	1.282
Case-Shiller preço habitação 2ª mão (valor)	189	200	200	205	209	211	212	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	3,9	3,9
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,2	60,1	60,3	60,4	60,5	60,3
Balança comercial¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–2,8	–2,9	...
Preços								
Taxa de inflação	1,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,7	2,9	2,7
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,7	1,8	1,9	2,2	2,4	2,2

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Departamento de Trabalho, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM e a Thomson Reuters Datastream.

JAPÃO

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18
Atividade								
PIB real	1,0	1,7	2,0	2,0	1,1	1,3	–	...
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	43,8	44,5	44,4	43,7	43,5	43,3
Produção industrial	–0,2	4,5	4,4	4,1	2,5	2,0	0,7	0,1
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	22,0	25,0	24,0	21,0	–	19,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,8	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4
Balança comercial¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3
Preços								
Taxa de inflação	–0,1	0,5	0,6	0,6	1,3	0,6	0,9	1,3
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4

Nota: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Departamento de Comunicações, Banco do Japão e a Thomson Reuters Datastream.

CHINA

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	08/18
Atividade							
PIB real	6,7	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7	–
Vendas a retalho	10,4	10,2	10,3	9,9	9,9	9,0	9,0
Produção industrial	6,1	6,6	6,3	6,2	6,6	6,6	6,1
PMI indústrias (oficial) (valor)	50,3	51,6	51,8	51,7	51,0	51,6	51,3
Setor exterior							
Balança comercial¹ (valor)	512	435	435	435	420	395	362
Exportações	–8,4	8,5	6,9	10,1	13,6	11,3	9,1
Importações	–5,7	16,1	14,7	13,2	19,2	20,1	20,5
Preços							
Taxa de inflação	2,0	1,6	1,6	1,8	2,2	1,8	2,3
Taxa de juro de referência² (valor)	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
Renminbi por dólar (valor)	6,6	6,8	6,7	6,6	6,4	6,4	6,8

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

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

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

UNIÃO EUROPEIA

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto indicação expressa

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,6	2,0	1,6	1,6	1,1	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	4,1	4,2	3,1	2,2	-0,1	...	...
Confiança do consumidor	-7,8	-2,5	-1,5	-0,2	0,5	0,0	-0,5	-1,9	-2,9
Sentimento económico	104,2	110,8	111,8	114,3	114,0	112,5	112,1	111,6	110,9
PMI indústrias	52,5	57,4	57,4	59,7	58,3	55,5	55,1	54,6	53,3
PMI serviços	53,1	55,6	55,3	55,9	56,4	54,6	54,2	54,4	54,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,7	1,6	1,4	1,5	-	...	-
Taxa de desemprego: Zona Euro (% pop. ativa)	10,0	9,1	9,0	8,7	8,6	8,3	8,2	8,1	...
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,4	3,4	...
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,5	9,1	9,2	9,1	9,2	9,3	...
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	11,3	11,0	11,0	10,6	10,2	9,7	...
Espanha (% pop. ativa)	19,6	17,2	16,8	16,6	16,2	15,4	15,2	15,2	...

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

Setor exterior

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto indicação expressa

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Balança corrente: Zona Euro	3,8	3,7	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7	...	...
Alemanha	8,5	7,9	7,9	7,9	7,9	8,1	8,0	...	...
França	-0,8	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	...	...
Itália	2,6	2,8	2,7	2,8	2,7	2,8	2,8	...	...
Espanha	1,9	1,9	1,8	1,9	1,8	1,4	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	98,5	98,6	99,6	98,5	99,2	99,0	99,4

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

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

Financiamento e depósitos dos setores não financeiros

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ¹	1,8	2,5	2,4	3,0	3,3	3,7	4,0	4,2	...
Crédito às famílias ^{1,2}	1,7	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ³ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁴ (%)	1,8	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	...	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	10,6	10,1	9,2	8,1	7,5	6,8	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,9	-2,7	-3,0	-2,4	-2,1	-1,5	-1,1	-1,4	...
Instrumentos negociáveis	2,7	1,1	-0,4	-1,6	-5,8	-2,8	-3,3	-4,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	...	...

Notas: 1. Dados ajustados de vendas e titularizações. 2. Incluem as ISFLSF. 3. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 4. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco Central Europeu.

Crescimento firme que começa a suavizar

O crescimento do PIB acelerou no 2T 2018. As contas nacionais publicadas pelo INE, com a descomposição do PIB por componentes, mostram um aumento em cadeia de 0,6% (2,4% homólogo) no 2T, valores ligeiramente acima da estimativa inicial (0,5% em cadeia e 2,3% homólogo) e aos do 1T (0,4% e 2,2%, respetivamente). Por componentes, o consumo privado e as exportações foram as que mais contribuíram para estes dados positivos, suportados, por um lado, pela melhoria do mercado de trabalho e do rendimento disponível das famílias e, por outro, pelo desaparecimento de fatores temporários que dificultaram as vendas para o exterior no 1T (como a menor atividade da indústria da refinação). No entanto, estes registos positivos são ligeiramente menores do que a média observada em 2016-2017 (superior aos 0,6% em cadeia) e, juntamente com os últimos indicadores de atividade e confiança, sugerem que, à medida que a economia se consolida na fase de expansão do ciclo, a velocidade de crescimento começa a estabilizar. Especificamente, esta desaceleração reflete, por um lado, a perda de dinamismo dos fatores que favoreceram temporariamente o crescimento nos últimos anos (como os preços baixos do petróleo e taxas de juro em mínimos históricos) e, por outro, um menor dinamismo dos principais parceiros comerciais de Portugal. A nível global, os riscos intensificam-se, devido especialmente ao receio de um aumento do protecionismo. A nível interno, existe preocupação com a reduzida taxa de poupança das famílias (4,4% do rendimento disponível no 2T 2018), que poderia afetar o consumo, enquanto, por outro lado, as exportações poderiam surpreender positivamente devido à produção da indústria automóvel.

O mercado de trabalho evolui favoravelmente. O emprego continuou a crescer a bom ritmo em julho (2,1% homólogo, dados ajustados de sazonalidade), embora com números claramente inferiores aos do ano anterior (3% na média de 2017). Assim, também existem indícios de estabilização das melhorias observadas no mercado de trabalho. Na mesma linha, a redução do número de vagas nos centros de emprego (em termos homólogos e com dados até maio) também sugere uma redução na disponibilidade de empregos, embora parte desta situação seja explicada pelo facto de o nível inicial ter sido relativamente elevado. Por outro lado, a taxa de desemprego estabilizou em julho em 6,8%, embora, em termos homólogos, seja um valor 2,1 p. p. inferior à de julho de 2017.

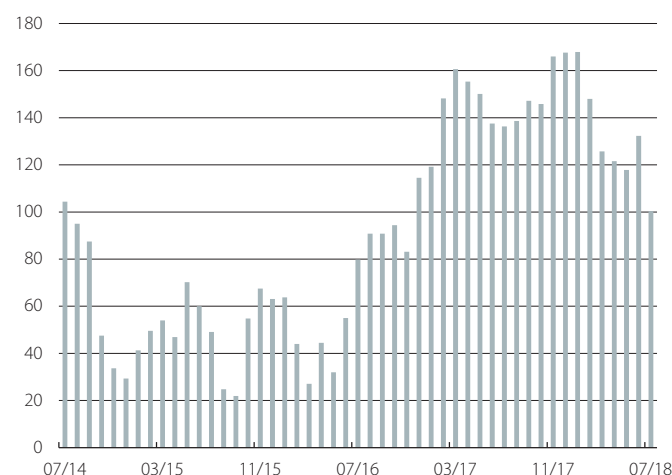
A capacidade de financiamento externo contribui para a redução do endividamento externo. No 2T de 2018 (acumulado de 12 meses), a economia manteve uma capacidade de financiamento externo positiva, embora tenha deteriorado de 1,2% do PIB no 1T 2018 para 0,7%. Esta redução deveu-se – praticamente na sua totalidade – à deterioração da capacidade de financiamento externo das famílias, que passou de 1,3% no 1T para 0,7% no 2T, enquanto o setor financeiro melhorou a sua

Portugal: PIB Variação homóloga (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
PIB	2,5	2,5	2,2	2,4
Consumo privado	2,7	2,2	2,2	2,7
Consumo público	0,6	0,6	0,7	0,9
Investimento	9,3	6,1	4,3	3,7
Investimento em material de transporte	10,8	0,4	5,7	-5,7
Investimento em equipamento	15,4	9,3	8,6	7,8
Investimento na construção	8,1	6,5	2,1	3,3
Exportações	6,2	7,2	4,9	7,0
Importações	8,7	7,2	5,6	7,2

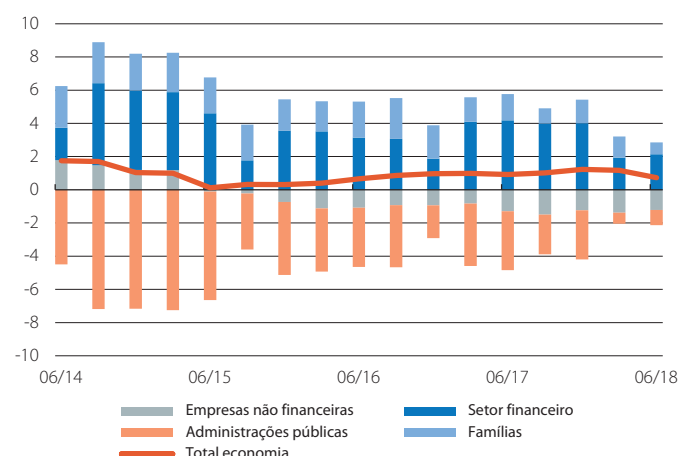
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Portugal.

Portugal: emprego Variação homóloga (milhares)



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

Portugal: capacidade/necessidade de financiamento externo (% do PIB)



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

capacidade de financiamento para 2,1% (1,9% no 1T). Por outro lado, o setor empresarial não financeiro e as Administrações Públicas mantiveram necessidades de financiamento externo de 1,2% e 0,9%, respetivamente.

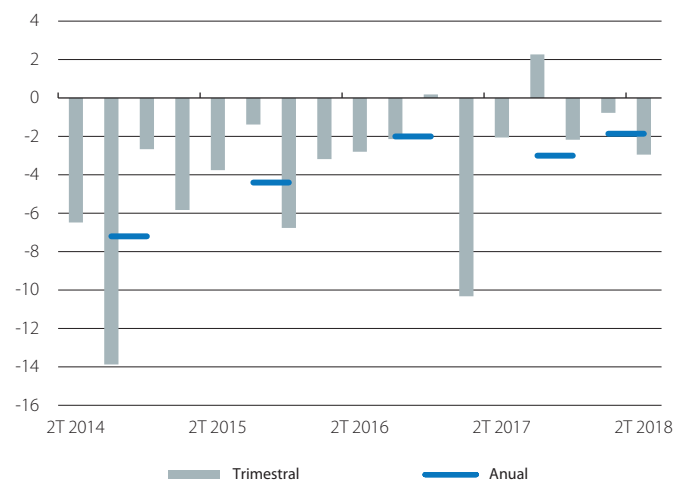
As contas públicas mantêm um histórico positivo e continuam a aproveitar o crescimento económico e a recuperação do mercado de trabalho. Os dados do défice para os primeiros seis meses do ano confirmam a evolução favorável das contas públicas, com um défice de 0,6% do PIB (excluindo fatores específicos relacionados com as ajudas aos bancos, como a injeção de capital no Novo Banco), o que representa uma melhoria de 1,35 p. p. em comparação com a registada nos primeiros seis meses de 2017. No mesmo sentido, os dados de fluxo de caixa também mostram uma evolução positiva das contas públicas, com um défice de 577 milhões de euros da Administração Pública, equivalente a 0,4% do PIB (dados até agosto). Por componentes, os fluxos de caixa mostram um bom desempenho das receitas fiscais (+5,3% homólogo) e um aumento de 2,1% nas despesas, reflexo da redução nas despesas com pessoal (-1,2%, influenciadas por um efeito de base, devido ao facto de em 2017 o subsídio de Natal dos funcionários públicos ter sido dividido em 12 vencimentos) que foi mais do que compensada pela despesa na aquisição de bens e serviços (+7,7%) através do pagamento das dívidas pendentes aos hospitais. Desta forma, as dinâmicas observadas reforçam a expectativa de que o défice público vai fechar o ano de 2018 abaixo de 1,0% do PIB.

O preço da habitação desacelera, mas mantém-se em níveis elevados. O preço da habitação aumentou 11,2% em termos homólogos no 2T 2018, um valor 1,0 p. p. inferior ao registo do 1T e que pôs termo a cinco trimestres consecutivos de aceleração dos preços. No entanto, este abrandamento era esperado e reforça a expectativa de que a oferta vai reduzir a lacuna que a separa da procura graças ao aumento da concessão de novas licenças e de novas construções de habitação, o que vai contribuir para uma evolução mais moderada dos preços.

A redução do crédito ao setor privado não financeiro estabiliza. O FMI, na sua recente avaliação do país, destacou a maior robustez dos balanços e do sistema bancário e, principalmente, os avanços na redução dos empréstimos de cobrança duvidosa, bem como o aumento da eficiência operacional. Contudo, o FMI salientou ainda a necessidade de continuar a reduzir os elevados níveis de crédito malparado, que constituem um obstáculo para a melhoria da rentabilidade do sistema bancário português. Por outro lado, os dados disponíveis até julho continuam a refletir um crescimento robusto das novas operações de crédito, com um forte aumento das novas operações de compra de habitação (27,2% homólogo) e de crédito ao consumo (15,4%). Além disso, é possível observar um aumento nas novas operações de crédito para empresas não financeiras (+14,1%, com destaque para o segmento de grandes empresas). No entanto, o stock de crédito para o setor privado não financeiro continua a diminuir (-1,5% homólogo em julho), embora de uma forma mais moderada do que no ano passado (-4,3%).

Portugal: saldo público

(% do PIB)

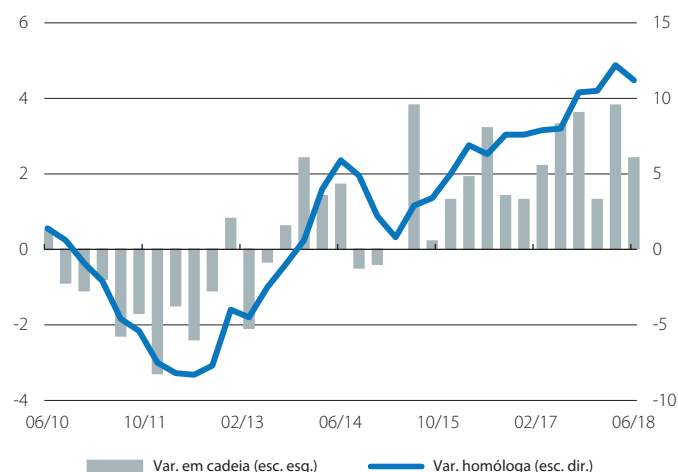


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Portugal: preço da habitação

Variação em cadeia (%)

Variação homóloga (%)



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

Portugal: crédito ao setor privado

Julho 2018

	Saldo (milhões de euros)	Variação homóloga (%)
Crédito a particulares	120.469	0,0
Crédito à habitação	98.178	-1,3
Crédito ao consumo e outros fins	22.291	5,6
Consumo	14.602	12,8
Crédito às empresas	72.234	-3,8
Não promotores imobiliários	65.955	-3,6
Promotores imobiliários*	6.279	-6,0
Crédito total ao setor privado *	192.703	-1,5

Nota: * Crédito concedido ao setor privado não financeiro.

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

Portugal: Recuperação do emprego e crescimento da economia

Uma das principais características da recente recuperação económica em Portugal tem sido a evolução surpreendentemente positiva do mercado de trabalho. De facto, entre 2014 e 2017, o número de postos de trabalho aumentou em mais de 351.000, um crescimento médio anual de 1,9%, ligeiramente superior ao avanço do PIB, de 1,8% em média no mesmo período. Quais os principais fatores que estarão a contribuir para esta evolução?

A relação entre o PIB e o emprego: antes e depois da crise

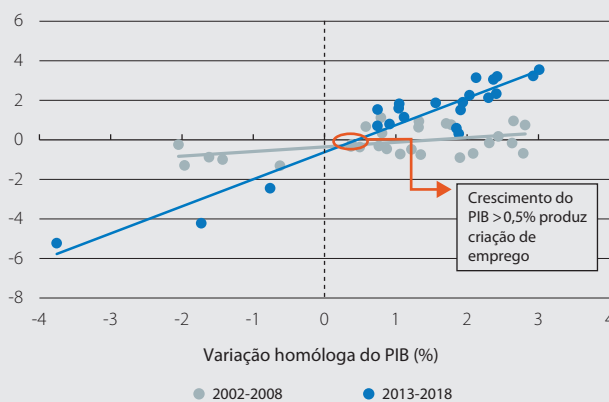
Entre o 4T 2013 (período que marca o início da recuperação da atividade económica e do emprego) e o 2T 2018, o emprego aumentou 9,2% e o PIB 8,3%, o que revela um rácio de 1,1 postos de trabalho criados por cada nova unidade do PIB, um valor muito elevado e substancialmente acima do registado para a Zona Euro em igual período (0,6). Este valor contrasta com o verificado no passado na economia portuguesa, já que, entre 1995 e 2008, a relação entre o emprego e o PIB era de 0,6 postos de trabalho por unidade de PIB.

Uma das explicações para este dinamismo no mercado de trabalho é o facto de a economia portuguesa ser capaz de criar empregos a partir de taxas de crescimento do PIB mais baixas do que antes da crise financeira. Atentando no primeiro gráfico, verifica-se que a inclinação da curva que relaciona o crescimento do emprego com o PIB (a denominada curva de Okun) acentuou desde 2013, pelo que aumentos na taxa de crescimento do PIB estão associadas a uma aceleração mais forte da taxa de crescimento do emprego. O gráfico mostra que a economia portuguesa cria agora emprego a partir de um crescimento de 0,5% do PIB (substancialmente inferior ao nível observado para o período 2002-2008).

A relação mais estreita entre o emprego e o PIB após a crise acompanha as alterações estruturais introduzidas no mercado de trabalho, especialmente as reformas implementadas no período 2011-2015. De facto, o BCE reforça que os países que implementaram reformas estruturais, como é o caso de Portugal, veem agora o emprego a reagir de forma mais acentuada às variações do PIB.¹ Em Portugal, as reformas aplicadas neste período reduziram a proteção no emprego, medida pelo indicador *Employment Protection Legislation* (EPL),² simplificando a legislação no sentido de tornar o mercado de trabalho mais fle-

Portugal: crescimento do PIB e do emprego

Variação homóloga do emprego (%)

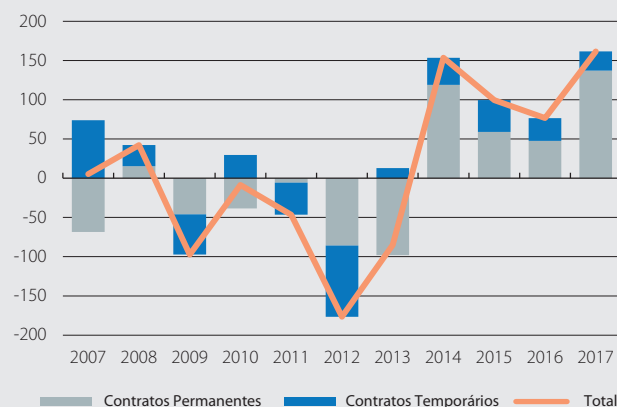


Nota: Cada ponto no gráfico corresponde a um trimestre.

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

Variação dos empregados por conta de outrem

Variação Anual (mil)



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

xível. Mais concretamente, a OCDE considera que as alterações ao nível das indemnizações feitas neste período³ podem ter dado um impulso importante à recente criação de emprego. Também é expectável que os programas de apoio à contratação⁴ tenham tido um impacto positivo.

No entanto, importa acrescentar que o rápido aumento do emprego também responde a fatores temporários. Concretamente, a pressão sobre as empresas para reduzir custos no período recessivo forçou muitas delas a reduzir

1. Boletim Económico 6/2016, BCE.

2. OECD (2017), «Labour Market Reforms in Portugal 2011-15: A Preliminary Assessment». O EPL no caso dos contratos sem termo reduziu 0,95 pontos, uma das reduções mais significativas no conjunto dos países da OCDE, ainda que se mantenha em níveis elevados (3,18 vs 2,04 na OCDE em 2013).

3. O valor das indemnizações a pagar por despedimento nos contratos sem termo foi reduzido de 30 dias de salário por ano de trabalho para 12 dias e foi eliminado o nível mínimo da indemnização a atribuir ao trabalhador. As novas regras aplicam-se aos novos contratos de trabalho.

4. Por exemplo, o Contrato Emprego, um apoio financeiro para a contratação de desempregados inscritos nos centros de emprego.

fortemente o número de postos de trabalho, observando-se agora, com a recuperação da economia, a reversão daquele fenómeno. Durante o período 2008-2013, foram destruídos cerca de 630.000 postos de trabalho (equivalente a 12% do total da população empregada em 2008), em parte resultado de um mercado de trabalho rígido, dual e pelo facto de o tecido empresarial português ser composto por micro e pequenas empresas, com uma taxa de sobrevivência em períodos de crise muito baixa. A rigidez do mercado de trabalho, assim como a presença insuficiente de mecanismos para reduzir o número de horas trabalhadas por trabalhador⁵ durante o período da crise potenciou a perda de empregos. Além disso, a menor proteção dos trabalhadores temporários em relação aos outros (contratos sem termo) e o elevado nível de segmentação do mercado⁶ fomentaram a redução do número de trabalhadores, através da não renovação dos seus contratos.

A composição sectorial também importa

A maior sensibilidade do emprego ao crescimento do PIB explica-se também pela alteração da estrutura setorial do PIB. No período de recessão (2008-2013), a destruição de emprego foi mais forte na construção (emprego diminuiu 11,8% anualmente) e na indústria (-4,2%), do que nos serviços (-0,8%). Neste período, o peso dos serviços no VAB total aumentou para 76,7% em 2013, mais 2,5 pontos percentuais do que em 2008, enquanto o setor da construção perdeu importância em amplitude semelhante. O peso da indústria no VAB, por outro lado, manteve-se idêntico. Como o emprego no setor dos serviços tende a ser muito sensível às variações do PIB, o aumento do peso dos serviços contribui para reduzir a diferença entre o crescimento do PIB e do emprego total. Entre o 1T 2014 e o 2T 2018, o emprego nos serviços teve um crescimento acumulado de 12,5%, enquanto que o crescimento do VAB foi mais moderado: 7,2%.

Mas a construção e a indústria também tiveram um importante contributo para a recuperação do emprego, pois experimentaram uma forte criação de emprego depois da acentuada destruição observada no período de recessão económica. A título de exemplo, um em cada dois empregos foram destruídos na construção, e na indústria um em cada cinco. Em termos acumulados, entre o 1T 2014 e o 2T 2018, o emprego aumentou 13,3% na construção e 14,9% na indústria, depois de, no período recessivo (2008-2013), ter registado uma queda acumulada de 45,8% e 18,5%, respetivamente.

5. A redução do número de horas trabalhadas durante o período 2008-2013 está em linha com a perda de postos de trabalho, o que significa que o ajustamento foi feito essencialmente na margem extensiva (ou seja, com a redução de pessoal).

6. Na primeira metade de 2018, o peso dos contratos temporários no total do emprego por conta de outrem era de 19%, similar ao verificado em 2008.

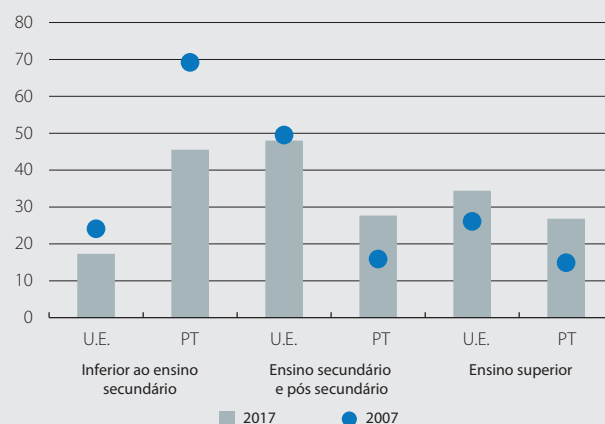
Como vai ser a relação entre o emprego e o PIB no futuro?

A terciarização da economia (maior peso dos serviços na estrutura produtiva), a par de um mercado de trabalho menos rígido continuará a suportar uma relação mais estreita entre o emprego e o PIB no futuro. Considerando a curva de Okun, verifica-se que atualmente a economia é capaz de criar emprego com taxas de crescimento mais baixas do que no passado, o que permite que os indivíduos beneficiem mais rapidamente da recuperação da atividade económica.

A outra face da moeda do forte ritmo de criação de emprego relaciona-se com o menor crescimento da produtividade do trabalho. Ainda que parte do crescimento do emprego possa estar relacionada com fatores temporários, cuja dissipação se traduzirá numa recuperação da produtividade do trabalho nos próximos anos, existem alguns fatores que sugerem que a recuperação da produtividade será limitada, destacando-se, entre eles, o baixo grau de qualificação da mão de obra portuguesa. Com efeito, em 2017, Portugal era o país da UE com maior percentagem de trabalhadores com habilitações literárias inferiores ao Ensino Secundário.⁷

Portugal: Empregados por nível de escolaridade

Percentagem dos empregados dos 15-64 anos (%)



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

7. Boletim Económico, maio 2018 (BdP).

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Índice coincidente para a atividade	1,5	2,7	2,8	2,5	2,1	2,1	1,9	1,7	1,6	...
Indústria										
Índice de produção industrial	2,4	4,0	2,5	2,3	0,5	-2,7	-0,1	-1,3	-2,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,7	2,3	3,5	2,1	0,0	-0,5	0,5	0,9	1,6	-1,2
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	7,9	19,8	15,6	8,8	10,3	...	10,3	...	...	...
Compra e venda de habitações	18,8	20,5	23,6	15,7	23,7	...	23,7	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - taxação)	3,8	5,0	4,5	5,4	6,1	...	6,1	...	...	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,9	12,3	12,1	11,2	7,6	7,9	6,3			
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,3	13,8	14,8	13,2	14,4	13,7	18,9	18,3	14,5	16,7
Consumo										
Vendas comércio a retalho	2,7	4,1	4,1	5,9	2,6	5,6	3,2	2,4	3,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	1,7	2,4	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	1,8	1,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-11,1	0,5	2,3	2,0	2,8	4,1	1,3	-1,4	-1,3	-1,5
Mercado de trabalho										
População empregada ¹	1,2	3,3	3,5	3,2	2,4	2,5	2,8	2,2	1,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,1	8,9	8,1	7,9	6,7	7,1	6,8	6,8	6,8	...
PIB	1,9	2,8	2,5	2,2	2,4	...	2,4	...	...	...

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Inflação geral	0,6	1,6	1,8	0,9	1,2	1,4	2,0	2,2	1,3	2,3
Inflação subjacente	0,8	1,3	1,6	0,9	0,9	1,1	1,5	1,8	0,7	...

Sector exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,8	10,0	10,0	6,5	7,4	7,2	7,4	8,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,5	13,5	13,5	11,0	9,8	9,0	9,8	9,5	...	...
Saldo corrente	1,1	0,9	0,9	0,9	0,0	0,6	0,0	0,0	...	...
Bens e serviços	3,8	3,5	3,5	3,2	3,1	3,6	3,1	3,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,7	-2,6	-2,6	-2,3	-3,1	-3,0	-3,1	-3,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	3,0	2,7	2,7	2,7	1,9	2,3	1,9	1,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros²

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	05/18	06/18	07/18	08/18	09/18
Depósitos										
Depósitos das famílias e empresas	3,7	1,7	2,1	2,6	4,3	4,3	4,9	3,6	...	...
À vista e poupança	19,5	15,7	2,1	2,6	4,3	15,4	16,2	11,4	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,2	-5,8	-4,4	-4,1	-2,9	-2,9	-2,5	-1,8	...	...
Depósitos das A. P.	-17,9	1,3	12,1	1,9	-0,8	-9,7	12,8	-1,2	...	...
TOTAL	2,3	1,6	2,6	2,6	4,0	3,5	5,4	3,4	...	...
Saldo vivo de crédito										
Setor privado	-3,9	-4,0	-3,4	-1,8	-1,8	-1,7	-1,6	-1,5	...	...
Empresas não financeiras	-5,6	-6,5	-6,0	-3,1	-3,7	-3,6	-3,6	-3,8	...	...
Famílias - habitações	-3,3	-3,1	-2,1	-1,9	-1,6	-1,6	-1,4	-1,3	...	...
Famílias - outros fins	-0,5	0,9	0,2	3,0	4,1	4,3	4,5	5,6	...	...
Administrações Públicas	-9,4	9,3	22,9	19,0	14,8	17,4	10,6	-13,9	...	...
TOTAL	-4,2	-3,5	-2,4	-1,0	-1,1	-1,0	-1,2	-2,1	...	...
Taxa de incumprimento (%)³	17,2	13,3	13,3	13,0	...	...	...	...	...	...

Notas: 1. Estimativa do INE. 2. Dados agregados do setor bancário português e residentes em Portugal. 3. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal, da Comissão Europeia e da Associação Europeia de Fabricantes de Automóveis.

Desaceleração esperada do ritmo de crescimento

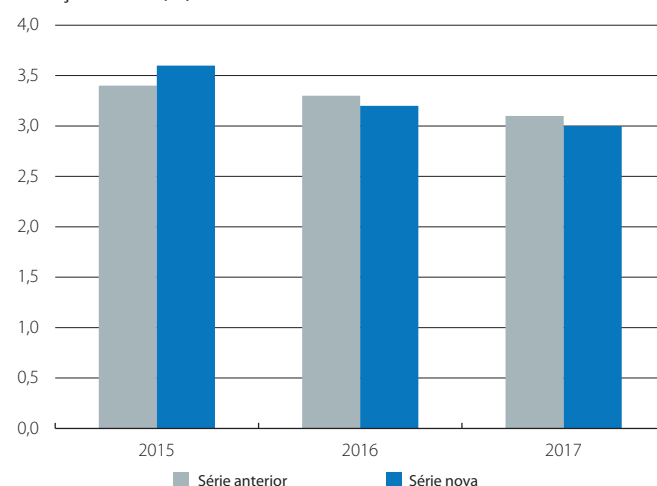
Ligeiro abrandamento do crescimento. A economia espanhola desacelera gradualmente o seu ritmo de crescimento e a revisão da série anual do PIB, que o INE realiza todos os anos em setembro, confirma esta tendência. Enquanto o crescimento em 2015 foi de 3,6%, ligeiramente superior ao esperado, em 2016 foi de 3,2% e em 2017 3,0%, em ambos os casos 1 décima inferior ao anunciado anteriormente. Em 2018 e 2019, tal como o cenário do BPI Research prevê, esta desaceleração gradual irá prosseguir devido ao enfraquecimento dos ventos favoráveis que apoiaram a economia nos últimos anos. A procura interna manterá um bom ritmo evolutivo, embora ligeiramente inferior ao passado, suportada num consumo – tanto privado como público – um pouco menos robusto, bem como por um investimento que acelerará ligeiramente o seu ritmo de crescimento. Por outro lado, a contribuição do setor externo para o crescimento será de cerca de zero, devido ao facto da evolução das exportações ter sido afetada por uma menor robustez da Zona Euro e por manter importações dinâmicas por intermédio da procura interna.

Os indicadores de atividade do 3T sugerem um abrandamento do ritmo de crescimento. Especificamente, o principal indicador do PIB do BPI Research para o 3T prevê um crescimento em cadeia de 0,5%, um valor inferior ao observado nos últimos seis trimestres (0,7% em média), embora, devido à disponibilidade limitada de dados referentes ao 3T, a projeção ainda seja relativamente preliminar. No entanto, os indicadores disponíveis até ao momento estão claramente em níveis inferiores aos do ano passado. Do lado da oferta, o índice PMI composto de confiança empresarial continua numa zona de expansão (com 53 pontos em agosto), mas abaixo dos 56,2 pontos registados na média de 2017. Além disso, a produção industrial caiu 0,1% em julho, após um aumento de 0,9% homólogo no 2T. Pelo lado da procura, as vendas a retalho desceram 0,4% homólogo em julho, mantendo a apatia observada no 2T (0,0% face aos +0,9% de 2017). Assim, tudo indica que a economia está a entrar numa fase mais madura do ciclo na qual irá manter um ritmo de crescimento sólido, mas inferior ao registado nos últimos anos.

A criação de emprego aumentou em agosto 2,9% homólogo, um ritmo vigoroso, embora menos 1 décima do que em julho. Em termos não ajustados de sazonalidade, o número de inscritos na Segurança Social diminuiu em 203 mil pessoas, um dado comum em períodos de férias, embora a descida tenha sido um pouco maior do que a registada em anos anteriores. No entanto, nos últimos 12 meses o número de inscritos aumentou em 530.000 pessoas e esperamos que esta boa evolução se mantenha, embora a um ritmo ligeiramente menos vigoroso do que no passado. Por outro lado, os custos salariais aumentaram ligeiramente no 2T. Assim, de acordo com a Inquérito Trimestral sobre o Custo da Mão-de-obra, o custo da mão-de-obra por hora efetiva cresceu 0,9% em relação ao ano anterior (ajustado sazonalmente e corrigido por efeitos de calendário), 1 décima acima do valor

Espanha: revisão da série do PIB

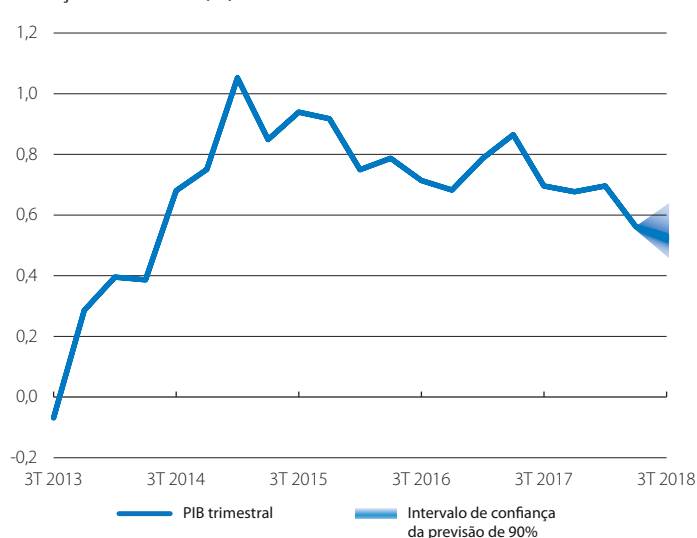
Variação anual (%)



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

Espanha: PIB

Variação em cadeia (%)

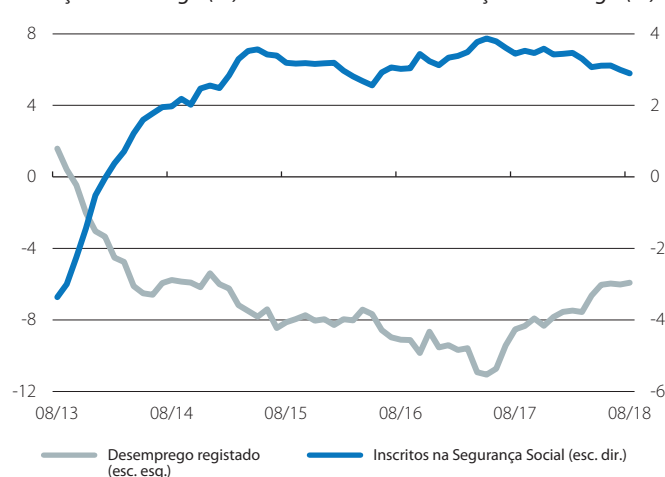


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado

Variação homóloga (%)

Variação homóloga (%)



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

registado no trimestre anterior. Para os próximos trimestres, esperamos que os custos da mão-de-obra continuem a aumentar gradualmente, à medida que a recuperação do mercado de trabalho prossiga e sejam aplicados aumentos salariais mais altos, acordados nas convenções coletivas.

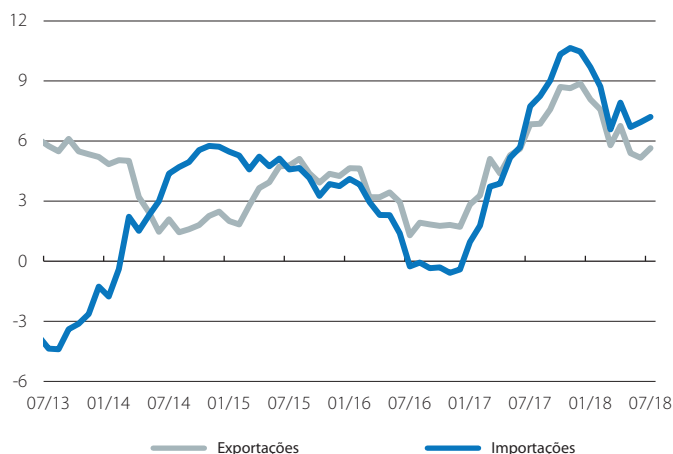
O setor exterior abranda a sua tendência positiva. O saldo da balança corrente do mês de julho situou-se em 1,3% do PIB (acumulado de 12 meses), abaixo dos 1,9% de julho de 2017. Destas 6 décimas de deterioração, o saldo não energético, ligeiramente negativo, explica metade das mesmas (ou seja, 3 décimas do PIB), enquanto o efeito do aumento do preço do petróleo explica outra décima. Da mesma forma, os dados alfandegários referentes ao mês de julho mostram que as exportações totais de bens cresceram 5,6% homólogo (acumulado de 12 meses), enquanto a subcomponente das exportações não energéticas avançou 4,4%. Por sua vez, as importações também aceleraram, como resultado do aumento da procura interna e do aumento dos preços do petróleo, com um crescimento de 7,2% homólogo, (5,9% homólogo as não energéticas). Para a totalidade do ano, o BPI Research prevê uma redução do superávit da balança corrente para 1,1% em 2018, devido ao aumento dos preços do petróleo e à maior importação de produtos não energéticos.

O défice do conjunto das Administrações Públicas (A. P.) no 2T situou-se em 1,8% do PIB, representando uma redução de 0,4 p. p. em comparação com o registo do 2T 2017. Assim, durante o primeiro semestre do ano já teriam sido ajustados os 0,4 p. p. necessários para alcançar o défice de 2,7% do PIB acordado com Bruxelas para 2018 (em comparação com o défice de 3,1% registado em 2017). Para o segundo semestre do ano esperamos um ligeiro aumento da despesa, particularmente devido ao aumento dos salários dos funcionários públicos e à revalorização das pensões, duas medidas incluídas nos orçamentos deste ano. Por administrações, o défice do Estado, cujos dados estão disponíveis até agosto, diminuiu até atingir 1,6% do PIB (1,9% em agosto de 2017). Da mesma forma, com dados até julho, a Segurança Social registou um défice de 0,3% do PIB (0,5% em julho de 2017) e as Comunidades Autónomas registaram um superávit de 0,1% do PIB até julho (melhorando o défice de -0,1% do PIB em julho de 2017). Por sua vez, a dívida da totalidade das A. P. situou-se em 98,1% do PIB no 2T 2018, um valor 1,3 p. p. inferior ao do 2T 2017.

O mercado imobiliário reforça a sua trajetória ascendente. O preço da habitação publicado pelo INE, com base nas transações, aumentou 6,8% homólogo no 2T 2018, 6 décimas acima do valor observado no 1T e da média de 2017. Por sua vez, os preços publicados pelo Ministério do Fomento espanhol, com base em avaliações, aumentaram 3,8% homólogo no 2T e consolidam a trajetória ascendente do preço da habitação que teve início em 2015. Da mesma forma, no lado da procura, mantém-se o dinamismo na compra e venda de habitação, que aumentou 12% homólogo no acumulado do ano até julho. Do lado da oferta, as licenças para novas construções aumentaram 24% em termos homólogos no acumulado anual até maio. Desta forma, os indicadores refletem perspectivas favoráveis para os próximos trimestres.

Espanha: exportações e importações de bens *

Variação homóloga (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses.

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

Execução orçamental por administrações

(Dados acumulados do corrente ano)

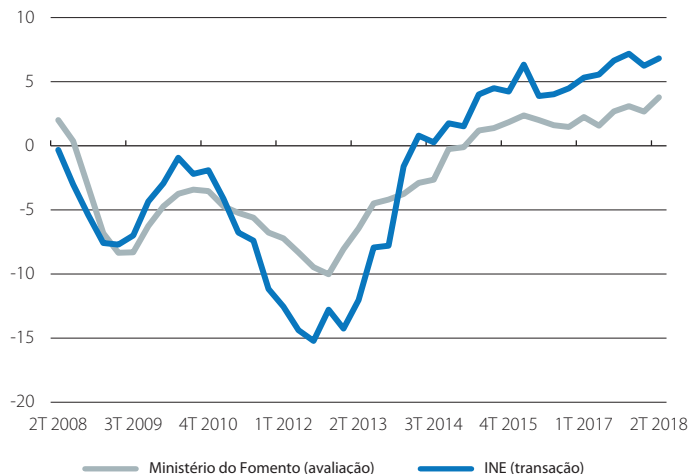
	Último dado	Milhões de euros		% do PIB	
		2017	2018	2017	2018
Estado	Agosto	-21.588	-18.895	-1,9	-1,6
Segurança Social	Julho	-5.309	-3.787	-0,5	-0,3
Comunidades Autónomas	Julho	-744	681	-0,1	0,1
Total A. P. (sem CMO) *	Julho	-27.155	-22.634	-2,3	-1,9
CMO	Junho	1.446	615	0,1	0,1
Total A. P. *	2T 2018	-25.452	-22.083	-2,2	-1,8

Nota: * Excluída a ajuda a instituições financeiras.

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

Espanha: preço da habitação

Variação homóloga (%)



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

Desaceleração da economia espanhola: quanto devemos preocupar-nos?

Os últimos dados contabilísticos nacionais publicados pelo INE, que incluíram ligeiras revisões em baixa nos últimos trimestres, refletiram um crescimento do PIB abaixo das expectativas. No entanto, dado que já existia uma expectativa de que o ritmo de crescimento da economia espanhola seria moderado, neste artigo veremos que os dados mais recentes não dão azo para ficarmos alarmados.¹ De facto, os dados disponíveis até ao momento sugerem que a desaceleração que o país enfrenta é causada por fatores que implicam um risco limitado e as dimensões contempladas são moderadas.

Vejamos os dados mais recentes

Vamos começar por analisar os dados mais recentes e que poderiam provocar alguma preocupação. Na primeira tabela, apresentamos os dados contabilísticos nacionais dos últimos quatro trimestres da economia espanhola.

Como é possível observar, o crescimento do PIB desacelerou significativamente. Embora seja conveniente lembrar que estes registos ainda representam uma taxa de crescimento sólida (por exemplo, superior à dos países mais desenvolvidos), existem dois elementos que suscitam alguma preocupação: a desaceleração do consumo privado observada no último trimestre e os dados negativos da contribuição da procura externa.

Em relação ao primeiro ponto, uma leitura rápida dos dados poderia sugerir que a desaceleração se deve a uma deterioração da confiança das famílias em relação às perspetivas económicas. No entanto, isto contrasta com os indicadores positivos de confiança e mercado de trabalho disponíveis. No 2T, o índice de sentimento económico (ESI), elaborado pela Comissão Europeia, situava-se nos 109,8 pontos, acima do valor médio de 2017 (108,6). Da mesma forma, o índice de confiança do consumidor também elaborado pela Comissão Europeia, estava nos 0,5 pontos, 1,2 pontos acima da média de 2017. Por sua vez, o índice PMI composto elaborado pela Markit no 2T situou-se nos 55,4 pontos, um registo compatível com taxas de crescimento robustas. Finalmente, destaque para os dados favoráveis do mercado de trabalho, que registaram uma taxa homóloga de criação de emprego de 2,8% no 2T (segundo dados do EPA), ligeiramente acima do crescimento médio de 2,6% em 2017.

De facto, se considerarmos não só o consumo real, como também a evolução do consumo nominal e do deflator, os

dados fornecem uma visão menos negativa. Em particular, o segundo gráfico mostra que, após uma fase inicial de recuperação (2014-2015) onde a estabilidade dos preços fez com que o consumo real e nominal evoluísse de forma muito equilibrada, desde 2016 que o avanço do consumo real tem-se mantido relativamente estável e mostrou pouca sensibilidade face ao aumento dos preços refletido pelo deflator (que segue de perto a evolução do IPC): ou seja, as famílias optaram por compensar os aumentos nos preços com uma maior despesa para manter o seu consumo de bens e serviços. No entanto, no 2T 2018, a recuperação da inflação (devido ao aumento do preço do petróleo) prejudicou o consumo real, enquanto o crescimento do consumo nominal permaneceu estável em torno de

Espanha: quadro macroeconómico

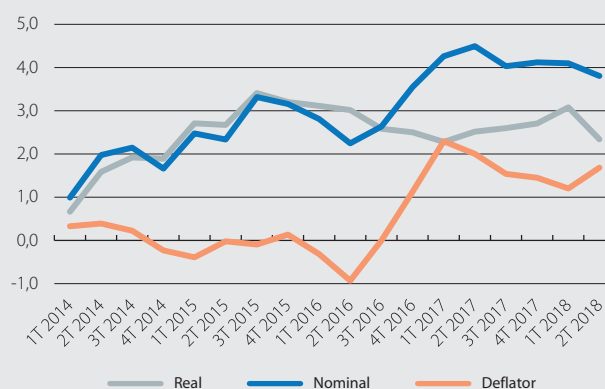
Variação em cadeia (%)

	3T 2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018
Consumo privado	0,9	0,4	0,9	0,1
Consumo público	0,6	0,3	0,8	0,1
Formação bruta de capital fixo	2,3	0,6	1,1	3,5
<i>Investimento em bens de equipamento</i>	3,6	0,5	-0,1	6,5
<i>Investimento na construção</i>	1,7	0,8	2,1	2,2
Procura interna (contrib.)	1,2	0,4	0,9	0,8
Exportações	0,1	1,4	0,6	0,2
Importações	1,9	0,6	1,7	1,0
Procura externa (contrib.)	-0,5	0,3	-0,3	-0,2
PIB	0,64	0,73	0,56	0,56

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

Evolução do consumo privado nominal, real e deflator

Variação homóloga (%)



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

1. A título de exemplo, ler o artigo «A economia espanhola em 2017: a crescer com menos vento favoráveis» incluído no Dossier da IM12/2016.

4%. Em parte, isto pode ser o resultado da reduzida taxa de poupança das famílias, que no 2T 2018 situou-se em 4,7%, o menor registo da série histórica. Assim, a falta de reação do consumo nominal face ao aumento dos preços pode ser indicativo de um espaço de manobra limitado que as famílias dispõem para ajustarem em alta as suas despesas em termos de consumo. Contudo, dado que a recuperação dos preços se deve, em grande parte, ao aumento dos preços da energia – que se espera que seja temporário – é provável que o consumo real recupere taxas de crescimento mais elevadas nos próximos trimestres, à medida que a inflação recue.

No que diz respeito ao desempenho do setor externo, os dados disponíveis até julho mostram uma deterioração do saldo comercial dos bens não energéticos. Este número é menos surpreendente se considerarmos o contexto atual de desaceleração nos fluxos de comércio global, bem como a valorização gradual do euro ocorrida entre o início de 2017 e abril de 2018.² A estes fatores soma-se a incerteza criada pelas tensões comerciais entre os EUA e a China pode penalizar a confiança.

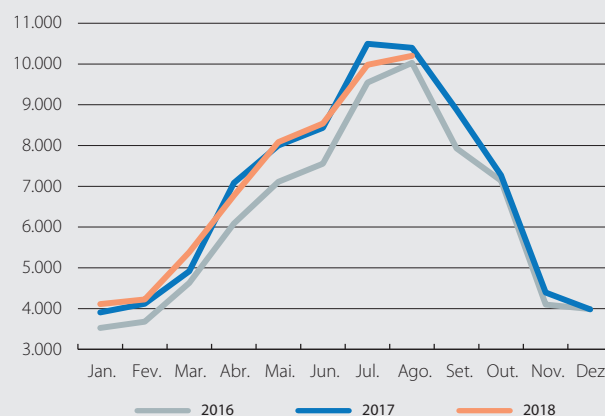
Além disso, o setor do turismo, que é um dos pilares do superávit comercial dos últimos anos, também diminuiu a sua contribuição para o crescimento, após um ano de 2017 excepcional. Como é possível observar no terceiro gráfico, com dados até julho, a chegada de turistas estagnou em comparação com o ano anterior. Assim, todos estes fatores fazem prever que o setor externo terá um comportamento menos favorável nos próximos trimestres do que o registado nos últimos anos. Neste sentido, no quarto gráfico apresentamos uma tabela com diferentes estimativas do impacto que a desaceleração do setor turístico pode ter sobre o PIB: num cenário razoável, o impacto seria em torno de 0,1-0,2 p. p.

Ventos que mudam de sentido

As elevadas taxas de crescimento registadas em Espanha entre 2015 e 2016 não teriam sido possíveis sem uma série de fatores que deram um maior incentivo à recuperação económica que já estava em andamento. Estes ventos referem-se à queda do preço do petróleo que ocorreu no final de 2014 (o preço do petróleo bruto passou de 112 dólares em junho de 2014 para 50 dólares em janeiro de 2015), à compressão das taxas de juro resultante das políticas do BCE, a uma política fiscal que passou de afetar o crescimento a começar a dar pequenas contribuições e à desvalorização do euro. Todos estão incluídos no quinto gráfico, onde as nossas estimativas mostram que os ventos favoráveis tiveram uma contribuição particularmente significativa em 2015 e 2016.

2. A taxa de câmbio efetivo nominal do euro desvalorizou 9% entre janeiro de 2017 e abril de 2018.

Espanha: número de turistas Milhares de pessoas



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

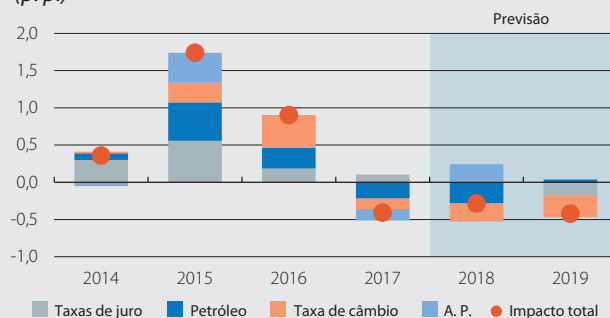
Sector turístico: quadro de sensibilidades do PIB Variação homóloga (%)

	2017	Acum. julho 18	Cenário 1	Cenário 2
Exportações turismo	17,1	3,3	2,0	0,0
Impacto no PIB (em p. p.)			0,09	0,16

Nota: O impacto no PIB calcula-se com base no saldo de exportações turísticas. Não estão incluídos efeitos indiretos.

Fonte: BPI Research.

Espanha: impacto sobre o crescimento dos ventos favoráveis e contrários (p. p.)



Notas: O impacto dos diferentes fatores é estimado a partir do balanço energético, do pagamento de juros, da desvalorização da taxa de câmbio efetiva real e do ajustamento fiscal. Para estimar o impacto sobre os componentes da procura, é assumida uma propensão marginal ao consumo de 60% e uma intensidade de importações de 25%. Não são considerados os efeitos indiretos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol, do BCE e do Banco de Espanha.

No entanto, na atual conjuntura, muitos destes ventos favoráveis esgotaram ou até mesmo viraram-se contra. Os exemplos mais claros são os do preço do petróleo e da taxa de câmbio. Assim, depois de situar nos 48 dólares por barril em junho de 2017, o preço do petróleo subiu e, em setembro de 2018, estava em torno dos 80 dólares. Da mesma forma, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro valorizou 6% desde o início de 2017. Devido a esta mudança nos ventos favoráveis, o gráfico mostra as nossas estimativas do impacto sobre o PIB esperado para cada um dos quatro fatores mencionados anteriormente (petróleo, taxas de juro, taxa de câmbio e política fiscal) para o período 2018-2019.

Como é possível observar, de acordo com as estimativas do BPI Research, todos os fatores considerados vão limitar o crescimento da economia espanhola, exceção feita à política fiscal, que esperamos que mantenha uma orientação ligeiramente expansionista. Em relação ao preço do petróleo, espera-se que o maior impacto se concentre neste ano dado que, a partir de aqui, prevemos que o preço do petróleo bruto abrande a sua tendência ascendente. Por sua vez, espera-se que o efeito das taxas de juro mais elevadas, por intermédio do fim das compras líquidas de

ativos por parte do BCE no final de 2018 como do aumento das taxas de juro de referência do BCE no final de 2019, comece a ser notado em 2019. Por fim, a valorização do euro ocorrida até aos dias de hoje, e que deverá ainda ter uma certa margem por percorrer, vai pesar sobre o PIB ao longo deste ano e no próximo ano. No entanto, convém destacar que o impacto negativo destes fatores sobre o crescimento do PIB não deve exceder, na sua totalidade, -0,4 p. p. do PIB, uma dimensão muito mais estável do que a observada em 2015 e 2016, quando estes fatores contribuíram positivamente entre 1 e 1,5 p. p. para o crescimento do PIB.

Sendo assim, deveríamos ficar alarmados com a desaceleração económica que os dados mais recentes indicam? A nossa análise sugere que, embora seja de esperar uma desaceleração e que esta possa intensificar-se ao longo deste ano e no próximo, as dimensões consideradas e os respetivos fatores que a causam não apontam para uma forte desaceleração, mas sim suportam a visão de que a economia está a mudar de velocidade e a entrar numa fase mais avançada do ciclo.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Indústria								
Índice de produção industrial	1,9	3,2	5,2	2,7	0,9	-0,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-2,3	1,0	4,3	2,8	1,2	-1,3	-3,5	-3,0
PMI das indústrias (valor)	53,2	54,8	55,9	55,3	53,7	52,9	53,0	51,4
Construção								
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	43,7	22,9	25,1	25,1	28,1	27,1	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	13,1	13,8	14,4	15,0	15,2	13,7	...	...
Preço da habitação	1,9	2,4	3,1	2,7	3,8	-	...	-
Serviços								
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	8,2	10,0	9,2	8,2	5,3	2,4	-10,7	-22,7
PMI dos serviços (valor)	55,0	56,4	54,5	56,8	55,8	52,6	52,7	...
Consumo								
Vendas comércio a retalho	3,8	0,9	0,5	1,8	0,0	-0,5	0,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	11,4	7,9	10,8	11,8	9,2	19,3	48,7	-17,0
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,8	-0,7	-1,5	-0,6	0,5	0,6	-2,5	-8,0
Mercado de trabalho								
População empregada ¹	2,7	2,6	2,6	2,4	2,8	-	...	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	19,6	17,2	16,5	16,7	15,3	-	...	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,0	3,6	3,5	3,4	3,1	3,0	2,9	...
PIB	3,2	3,0	3,1	2,8	2,5	-	...	-

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Inflação geral	-0,2	2,0	1,4	1,0	1,8	2,2	2,2	2,2
Inflação subjacente	0,8	1,1	0,8	1,0	1,0	0,9	0,8	...

Setor exterior

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

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Comércio de bens								
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	1,7	8,9	8,9	5,8	5,2	5,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-0,4	10,5	10,5	6,6	6,9	7,2	...	...
Saldo corrente	25,2	21,5	21,5	20,8	17,2	15,0	...	...
Bens e serviços	36,0	33,6	33,6	33,5	29,5	27,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,7	-12,1	-12,1	-12,7	-12,3	-12,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	27,8	24,2	24,2	23,8	20,4	18,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto indicação expressa

	2016	2017	4T 2017	1T 2018	2T 2018	07/18	08/18	09/18
Depósitos								
Depósitos das famílias e empresas	2,5	2,8	3,2	2,5	3,0	3,4	3,3	...
À vista e poupança	16,0	17,6	15,9	12,3	11,0	10,4	10,2	...
A prazo e com pré-aviso	-16,0	-24,2	-24,6	-23,1	-20,7	-19,2	-19,1	...
Depósitos das A. P.	-14,2	-8,7	13,1	16,7	17,6	12,4	8,6	...
TOTAL	1,2	1,9	3,7	3,2	3,8	4,0	3,6	...
Saldo vivo de crédito			...	...	...	...		
Setor privado	-3,6	-2,2	-1,9	-2,2	-2,8	-2,4	-2,2	...
Empresas não financeiras	-5,3	-3,6	-3,3	-4,4	-6,4	-5,8	-5,5	...
Famílias - habitações	-3,7	-2,8	-2,6	-2,4	-2,0	-1,7	-1,6	...
Famílias - outros fins	2,0	3,7	4,5	4,9	5,0	5,2	5,1	...
Administrações públicas	-2,9	-9,7	-11,4	-12,5	-9,4	-9,0	-9,6	...
TOTAL	-3,6	-2,8	-2,5	-2,9	-3,2	-2,8	-2,7	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	9,1	7,8	7,8	6,8	6,4	6,4	...	...

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 de Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

O papel dos desequilíbrios globais 10 anos depois

Dez anos após a eclosão da grande crise económico-financeira global, a economia mundial está a crescer em tornos dos 4% anuais, um ritmo razoavelmente elevado. A maioria das projeções sugere que esta tendência se irá manter a médio prazo. No entanto, neste cenário de avanços significativos, alguns fatores de risco bem conhecidos voltam a incomodar novamente. Entre eles, os desequilíbrios globais.

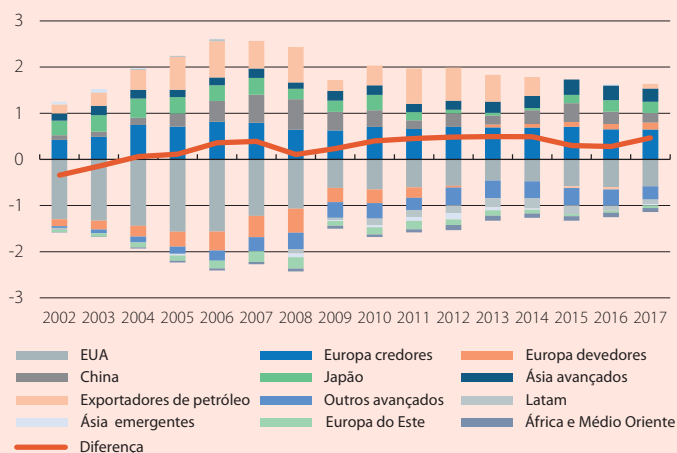
Mas quando falamos sobre desequilíbrios globais, o que é que queremos dizer exatamente? De forma geral, entendemos os desequilíbrios globais como uma situação de défices e superávites na balança corrente que são elevados e persistentes ao longo do tempo, de modo que a sua existência pode ter repercussões globais. A presença de défices (e superávites) na balança corrente

não é uma situação *a priori* preocupante, dado que podem ser o resultado de movimentos de capitais de países com perspectivas reduzidas de crescimento (com superávite) para países com melhores perspectivas futuras (os deficitários). No entanto, se estes défices (e superávites) têm origem, por exemplo, em políticas fiscais altamente expansionistas, num excesso de poupança (motivado por um cenário com uma alta aversão ao risco) direcionada a países estrangeiros com um elevado leque de ativos seguros, ou de políticas mercantilistas, pode ser motivo de preocupação.

Uma combinação destes fatores deu origem a desequilíbrios globais preocupantes no início do milénio. Assim, enquanto nos primeiros anos da década de 2000, o somatório dos défices da balança corrente no mundo inteiro não ultrapassava 1% do PIB mundial, em 2007 ultrapassou os 2,5% (ver o primeiro gráfico). Um aumento que, obviamente, também aconteceu com os superávites. Além disso, este aumento nos dois lados da balança corrente concentrou-se em poucos países. Em termos de superávite, os fortes aumentos deram-se na Europa

Desequilíbrios globais: saldos da balança corrente

(% do PIB mundial)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, abril de 2018).

central (com a Alemanha na liderança); nos países exportadores de petróleo, que beneficiaram do aumento acentuado do preço do petróleo (de apenas 30 dólares por barril de Brent em 2000 para mais de 100 dólares em 2007), e na China, onde a forte poupança deste país asiático na procura de ativos seguros e políticas neomercantilistas para apoiar os setores da exportação foram os principais impulsionadores dos desequilíbrios globais.¹ Por sua vez, os défices fiscais crescentes nos EUA e em muitos países da Europa periférica foram um fator importante para o aumento dos desequilíbrios globais² (a hipótese dos *twin* défices, que defende que as políticas fiscais excessivamente expansionistas reduzem a poupança nacional líquida e agravam a dependência externa, ganhou relevância nessa década).³

Este acumular de desequilíbrios durante os primeiros anos da década de 2000 exacerbou as consequências da crise de 2008. A paralisação súbita dos fluxos internacionais de capital que se seguiu ao colapso da Lehman Brothers forçou as economias com uma elevada dependência da poupança externa (e, portanto, com um grande défice na balança corrente) a cortarem a sua despesa abruptamente, levando a reduzir a sua atividade económica. Da mesma forma, a forte interligação global entre as principais economias através dos fluxos comerciais e financeiros, fez com que o problema adquirisse uma dimensão mundial.

Convém destacar que, após a eclosão da crise, grande parte dos défices e superávites excessivos foi substancialmente corrigido. Assim, o défice global da balança corrente ficou em torno de 1,5% do PIB mundial em 2012. Da mesma forma, a redução na dispersão dos saldos da balança corrente dos países foi significativa. Em particular, as maiores economias deficitárias reduziram para metade o seu desequilíbrio externo conjunto. A título exemplificativo, os EUA o principal responsável pelo elevado défice da balança conta corrente global, chegou a reduzir o seu défice em 1 ponto do PIB mundial, enquanto, por outro lado, a China reduziu o seu superávite atual em cerca de meio ponto do PIB mundial.⁴

1. A elevada poupança dos países emergentes da Ásia é conhecida sob a denominação económica de *savings glut*.

2. Ver o artigo «Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal» nesta *Informação Mensal*.

3. Ver Chinn, M. (2017), «The Once and Future Global Imbalances? Interpreting the Post-Crisis Record», Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Conference.

4. Em termos de percentagem dos seus respetivos PIB, os EUA passaram de um défice máximo de 5,8% em 2006 para um mínimo de 2,1% em 2013. Entretanto, a China passou de um superávite de quase 10% em 2007 para 1,5% em 2013 (segundo dados do FMI, WEO, abril de 2018).

Nos últimos anos, os desequilíbrios atuais mantiveram-se estáveis em cerca de 1,5%. Embora ainda acima dos níveis do início dos anos 2000, estes são claramente inferiores aos níveis de 2007. No entanto, dois elementos qualificam esta visão relativamente tranquilizadora. Em primeiro lugar, o importante estímulo fiscal que está a ser levado a cabo pela Administração norte-americana, com a redução fiscal aprovada pelo Congresso em dezembro de 2017 e o aumento da despesa previsto para 2018 e 2019, fará aumentar o défice atual dos EUA. Um aumento que, sem dúvida, terá um impacto negativo nos desequilíbrios globais. Com efeito, os EUA continuam a ser o país com o maior défice na balança corrente do mundo: com 449.141 milhões de dólares em 2017, representou 51% do défice total acumulado pelo grupo de países deficitários.

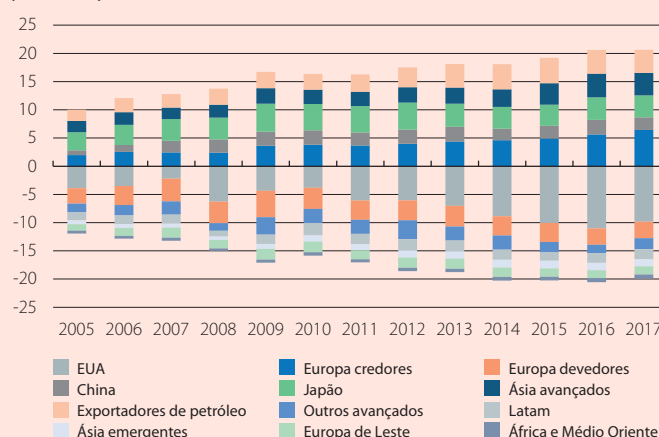
Em segundo lugar, a globalização financeira fez acrescentar um nível de complexidade aos fluxos internacionais de capital que os saldos da balança corrente não capturam. Assim, a correção global das balanças correntes após a crise podia estar a mascarar riscos financeiros internacionais que ainda são importantes ou mesmo crescentes.⁵ Por um lado, o saldo da balança corrente e, portanto, a sua contrapartida na conta financeira pode ter diminuído em termos líquidos mas, ao mesmo tempo, os fluxos brutos – entradas e saídas de capital – são muito relevantes e as suas oscilações podem ser uma fonte relevante de instabilidade. Por exemplo, em 2008 enquanto nos EUA o défice da balança corrente foi corrigido em 30.000 milhões de dólares, a queda das receitas brutas de capital no país foi de 1,7 biliões. Esta queda refletiu principalmente a paralisação dos fluxos de entrada europeus nos EUA e em menor medida, a diminuição dos fluxos provenientes da Ásia emergente. Algo que, por outro lado, não teríamos previsto com a simples observação dos saldos da balança corrente, dado que a região europeia no seu conjunto apresentava um saldo líquido da balança corrente equilibrado e foi a região asiática que continha um superávit expressivo na balança corrente. A razão por trás do comportamento diferente da Europa e da Ásia foi que os bancos europeus estavam altamente expostos a produtos financeiros americanos apoiados em hipotecas e os seus homólogos asiáticos, não.

Por outro lado, a forte expansão das posições de ativos e passivos internacionais dos países realça a relevância dos saldos da balança corrente como uma medida de vulnerabilidade macrofinanceira. Um *stock* elevado de ativos e passivos financeiros significa que são cada vez mais importantes as receitas líquidas de capital e menos as balanças correntes na mudança da posição de investimento internacional líquido das economias (PIIL),⁶ que é, afinal, o que revela a capacidade dessas economias de cumprirem as suas obrigações de pagamento a médio e longo prazo. Neste sentido, nos últimos anos, as posições de devedor e de credor externo (indicadas pela PIIL) não pararam de crescer e vão continuar a expandir-se de acordo com as estimativas mais recentes do FMI. Uma evolução que, sem dúvida, acrescenta alguma pressão ao cenário de tranquilidade que emana dos saldos da balança corrente (ver o segundo gráfico).

Em suma, o desenvolvimento da globalização financeira acarretou consigo um nível significativo de complexidade para as relações macrofinanceiras internacionais. O que significa que se requer uma análise de diferentes indicadores para poder avaliar o stress macrofinanceiro global com maior precisão. Assim, embora a redução dos desequilíbrios globais em relação aos máximos de 2007 seja sintomática de um nível mais controlado neste tipo de stress, as elevadas posições da dívida externa de algumas economias e os fluxos líquidos significativos de capitais internacionais impedem-nos uma visão demasiado complacente, sugerindo que alguns focos de vulnerabilidade macrofinanceira não desapareceram.

Posição de investimento internacional líquido

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI (WEO, abril de 2018).

5. Ver Obstfeld, M. (2012), «Does the Current Account Still Matter?», *American Economic Review*, 102(3), 1-23. Ver também Borio, C. E. e Disyatat, P. (2015). «Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously», BIS Working Paper.

6. A PIIL define-se como a diferença entre o *stock* de ativos e passivos financeiros externos.

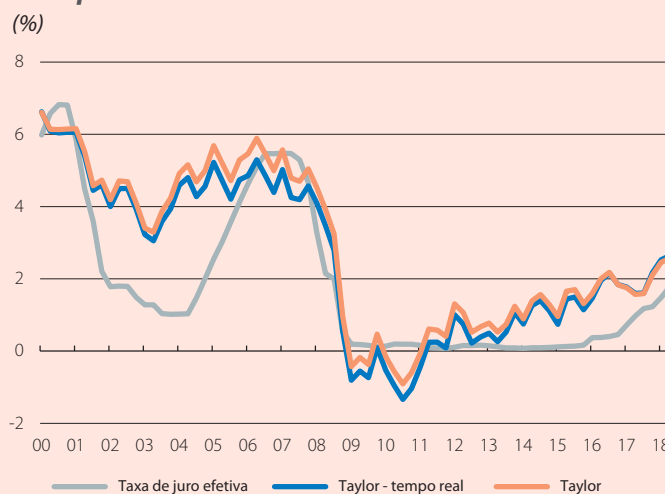
Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal

Num encontro com vários economistas em novembro de 2008, a rainha britânica Isabel II perguntou-lhes: «Por que é que ainda ninguém reparou?», referindo-se à crise financeira, que naquele ano reduziu substancialmente a rentabilidade dos ativos financeiros da coroa inglesa. Ainda hoje, quando se cumprem exatamente 10 anos desde a crise, é difícil responder a esta pergunta, mas, com a perspetiva que o passar do tempo nos dá, podemos dizer que as decisões ao nível da política monetária e fiscal desempenharam um papel significativo que ajudam a entender por que é que ocorreu a eclosão da crise financeira e a subsequente Grande Recessão. Neste artigo, lançaremos alguma luz sobre a natureza errónea das diversas decisões de política monetária e fiscal que facilitaram a criação de desequilíbrios financeiros e macroeconómicos antes da crise e, também, em que medida aprendemos com aquela experiência amarga.

Para começar, é importante lembrar que as políticas fiscal e monetária de um país ou região devem atuar como estabilizadores da economia e conter uma natureza anticíclica, ou seja, estimulá-la durante os períodos recessivos do ciclo económico e tentar assegurar um crescimento sustentável e equilibrado da atividade económica durante os períodos de conjuntura favorável para estar melhor preparado para os tempos difíceis. Os economistas concordam que nos anos que antecederam a Grande Recessão, ambas as políticas foram excessivamente acomodáticas nos EUA e na Zona Euro, o que favoreceu a criação de desequilíbrios financeiros e macroeconómicos. Isto pode dever-se a dois fatores: as autoridades fiscais e monetárias podem ter provavelmente decidido estimular intencionalmente – mais do que era necessário – uma economia que, como sabemos, já estava a crescer acima do seu potencial ou então o momento cíclico que a economia estava a viver não foi interpretado corretamente e pensou-se que ainda havia espaço para mais crescimento. O segundo poderia ter levado as autoridades a acreditarem que eram necessárias medidas fiscais ou monetárias permissivas para estimular a procura, quando na realidade sabemos agora que a economia já estava a crescer acima do seu potencial. Em termos monetários, a negligência das políticas também é explicada porque as autoridades se concentraram na evolução dos preços, mas não consideraram os riscos macrofinanceiros que essas políticas acarretavam.

Para elucidar até que ponto a política monetária foi excessivamente acomodática nos anos anteriores à crise financeira, podemos usar a regra de Taylor, que indica qual deve ser a taxa de juro estabelecida pelo banco central em termos de inflação, uma medida que verifica a que distância se encontra a atividade económica do seu potencial (o denominado *gap* de produção) e outras variáveis adicionais.¹ Além disso, a fim de identificar a influência que uma interpretação imprecisa do momento cíclico poderia ter, podemos estimar a taxa de juro de Taylor que obtemos com a lacuna de produção que realmente existiu e compará-la com a taxa de juro de Taylor que as autoridades nos anos 2000 utilizavam em tempo real. Assim, podemos ver no primeiro gráfico como, efetivamente, a taxa de juro estabelecida pela Reserva Federal situou-se entre 2002 e meados de 2005 bem abaixo da sugerida pela regra de Taylor. Além disso, se compararmos as duas regras de Taylor, vemos que ambas são semelhantes, de modo que os erros derivados de uma estimativa imprecisa em tempo real tiveram um papel irrelevante.

EUA: política monetária



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

Fizemos o mesmo exercício para a Zona Euro, mas separámos os principais países que a formam entre os países *core* e os periféricos. Se olharmos para o segundo gráfico, podemos tirar duas conclusões sugestivas. Em primeiro lugar, a diferença entre a taxa de juro sugerida pela regra de Taylor e a taxa de juro oficial do Banco Central Europeu mostra que a política monetária do BCE era mais sensível à situação económica dos países *core* do que à dos países periféricos entre os anos 2002 e 2005. Por exemplo, em 2004, a taxa de juro sugerida pela regra de Taylor era de 5,8% para os países periféricos. No entanto, naquele ano a taxa de juro oficial foi, em média, de 2%, muito mais perto dos 3,6% que a regra de Taylor prescrevia para os países *core*. Em segundo lugar, a miopia aquando da identificação da fase do ciclo económico em que cada país se encontrava poderia ter sido muito relevante na Europa, dado que a diferença entre a taxa de juro pela regra de Taylor correta e a obtida com dados em tempo real é de 0,7 e 1,3 p. p. para os países *core* e periféricos, respetivamente. Assim, as autoridades monetárias possivelmente pensaram que a necessidade de aumentar as taxas de juro era menos urgente do que realmente era.

1. Concretamente, $i_t^{Taylor} = \rho(i_{t-1}^{Taylor}) + (1-\rho)[(r_t^n + \pi^*) + 1,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(\gamma_t - \gamma_t^n)]$ onde $\rho = 0,5$ é o parâmetro de alisamento, r_t^n é a taxa de juro natural estimada segundo o modelo Laubach-Williams, π_t é a inflação atual e $\pi^* = 2\%$ a inflação objetiva, γ_t é o PIB e γ_t^n , o PIB potencial.

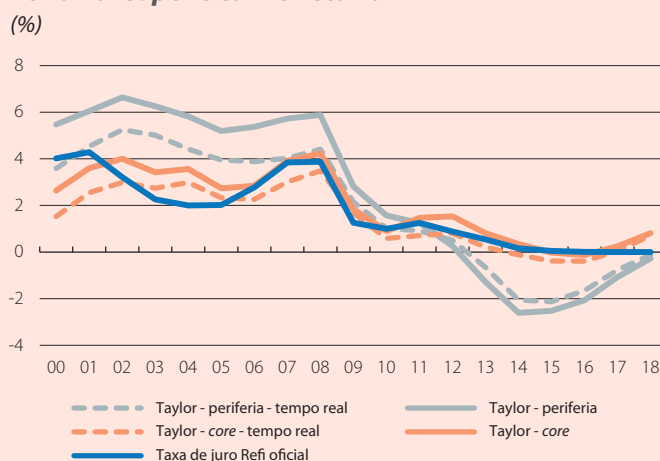
Na realidade, os dois bancos centrais já mostraram alguma preocupação em 2004 com a abordagem excessivamente acomodaticia da política monetária, mas as decisões tomadas para lidar com estas preocupações foram insuficientes e muitas vezes chegaram tarde. Por exemplo, as atas da reunião de março de 2004 da Fed mostram como «vários membros pensavam que manter uma política monetária estimulante por muito mais tempo poderia encorajar um aumento na alavancagem e na tomada de riscos».² Neste mesmo sentido, o então presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, comentou em frente do Parlamento Europeu em novembro do mesmo ano que a política monetária excessivamente expansionista que estava a ser levada a cabo pelo BCE poderia causar bolhas nalguns mercados. No entanto, a taxa de juro refi permaneceu inalterada nos 2% durante o ano inteiro, após os avisos de Trichet.

Em termos de política fiscal, a função estabilizadora atribuída à mesma não funcionou efetivamente nos anos anteriores à crise nem nos EUA nem na Zona Euro. Nesta última região, as consequências de uma política fiscal inadequada foram especialmente críticas. De facto, as políticas fiscais que foram tomadas em alguns países da Zona Euro quando a economia ainda estava num período de prosperidade antes da crise, são um exemplo de como os efeitos adversos de uma recessão podem ser amplificados dependendo das decisões em matéria fiscal. Assim, estes países (a Grécia é um exemplo claro) cujo nível de endividamento não reduziu suficientemente nos anos anteriores à crise enfrentaram a recessão financeira numa situação delicada que não lhes permitiu implementar políticas fiscais expansionistas para estabilizar a queda da atividade, pois esta situação teria questionado a sustentabilidade da dívida pública. A política fiscal destes países acabou por ser pró-cíclica, dado que tiveram que ajustar as suas contas públicas durante a fase recessiva do ciclo, em vez de efetuar estes ajustamentos nos anos anteriores, quando a economia cresceu acima do seu potencial. Pelo contrário, aqueles países (a Alemanha é um bom exemplo) cujas políticas fiscais permitiram ter uns níveis de dívida relativamente baixos antes da recessão puderam atenuar o impacto da crise sem implicar um risco na capacidade de pagar a sua dívida soberana.

Dez anos após o início da crise, é natural imaginar qual é a situação atual. A partir de um ponto de vista da política monetária, parece que as taxas de juro estão a aproximar-se, embora ligeiramente abaixo, dos níveis sugeridos pela regra de Taylor. No entanto, devemos considerar que as várias medidas não convencionais efetuadas pelos bancos centrais, especificamente a compra em massa de ativos financeiros, acentuaram a negligência das políticas das autoridades monetárias.³ Se considerarmos o tamanho do balanço dos bancos centrais, as políticas monetárias continuam a ser mais permissivas do que deveriam ser e isto pode estar a contribuir para a sobrevalorização de alguns ativos financeiros. Ao nível da política orçamental, os ajustamentos orçamentais efetuados pelos países periféricos e o maior controlo dos níveis de endividamento e défice dos Estados-Membros pela Comissão Europeia sugerem uma política orçamental menos pró-cíclica e, conseqüentemente, mais preparada para enfrentar futuras recessões. No entanto, os níveis de endividamento que muitos países têm vindo a arrastar são maiores do que em 2008, o que reduz o espaço de manobra das autoridades fiscais no caso de uma nova recessão. Por exemplo, Espanha em 2008 enfrentou a Grande Recessão com um nível confortável de endividamento sobre o PIB de 39%, enquanto este indicador encontra-se agora em 98%.

Em resumo, não sabemos exatamente quando será a próxima recessão nem o quão profunda será. Também não sabemos se seremos capazes de responder a uma pergunta semelhante à formulada pela Rainha Isabel II em 2008. O que sabemos é que no passado foram tomadas algumas decisões que com o tempo podemos dizer que estavam erradas, em parte por apostar em medidas erradas e em parte por uma leitura errada do momento cíclico em que nos encontrávamos. Embora as medidas que foram tomadas após a crise tenham sido destinadas a resolver estes erros, a resposta das políticas fiscais e monetárias à crise também nos deixou com uma capacidade menor para responder a crises futuras (dívida pública elevada, taxas de juro muito baixas, balanços do banco central com dimensões nunca vistas ...). Esperamos que se avance no caminho certo para corrigir estas situações com tempo e evitar que a próxima recessão nos apanhe desprevenidos.

Zona Euro: política monetária



Nota: O Core inclui a França e a Alemanha, enquanto a periferia inclui a Espanha, Grécia, Itália e Portugal. Em ambos os casos cada país foi ponderado segundo o PIB.

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

2. Ver o artigo «Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman» neste mesmo Dossier para mais informações sobre as consequências do risco excessivo e o aumento da alavancagem.

3. Para uma análise mais detalhada sobre este assunto, consulte o artigo «Descobrimos a política monetária na sombra» da IM02/2016.

Uma regulação mais adequada à natureza do setor bancário

Como é sabido, o sistema financeiro está inevitavelmente sujeito a problemas de informação assimétrica que podem causar conflitos de interesse entre os diferentes agentes: mutuários, credores, acionistas, gestores de bancos, etc. Isto tende a exacerbar o caráter procíclico do sistema, ou seja, a tendência para o surgimento de *booms* de crédito em fases de expansão, e pode levar a um acumular excessivo de riscos, níveis de capital muito baixos ou uma negligência na comercialização de produtos.¹ Neste contexto, a regulação tenta evitar ciclos de crescimento excessivo do crédito e a tomada de riscos, embora este objetivo nem sempre seja fácil de alcançar, como vimos durante a última crise que ocorreu há exatamente 10 anos.

Neste artigo, analisamos em que medida as iniciativas reguladoras adotadas nos últimos anos têm servido para canalizar desequilíbrios passados e fornecer ao setor bancário capacidade para se manterem solventes em possíveis cenários adversos que possam ocorrer no futuro. Em suma, devemos perguntar se aprendemos a lição para que os mesmos erros não voltem a acontecer. Vamos ver se o fizemos.

Rácios de capital e de liquidez na Zona Euro e nos EUA

	Rácio de capital * (%)		Rácio créditos/depósitos (%)	
	2007	2017	2007	2017
Zona Euro	7,9	15,6	124	98
EUA	8,5	13,7	97	76

Nota: * Rácio Tier 1 (capital de primeiro nível) sobre os ativos ponderados pelo risco.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Bank of New York, EBA e do BCE.

A crise anterior evidenciou, entre outros problemas, duas importantes fontes de instabilidade financeira: o risco sistémico e excessiva prociclicidade do crédito.

O risco sistémico faz referência a distúrbios no sistema financeiro na sua totalidade que, por exemplo, podem ser causados por uma instituição com problemas, tal como aconteceu com a Lehman Brothers há 10 anos. Uma das suas principais causas é o chamado risco moral, pelo qual uma instituição assume riscos excessivos assumindo que, antes de quebrar, seria resgatada com recursos públicos. Este problema tornou-se especialmente

evidente naquelas instituições «sistémicas», consideradas grandes demais, complexas e interligadas para sofrerem quebras.² Além disso, estas instituições beneficiaram de um custo de financiamento menor, uma vez que os investidores deram como certo que dificilmente poderiam cair.

Tentou-se corrigir este problema com o fortalecimento da denominada regulação macroprudencial, que visa evitar crises sistémicas e promover uma maior estabilidade financeira. Para este fim, foram incorporadas injeções específicas de capital para instituições consideradas sistémicas e também para riscos sistémicos no quadro do capital implementado à escala mundial após a crise e conhecido como Basileia III. Além disso, para atenuar este problema de forma credível, foi introduzida uma nova estrutura de resolução na Europa que facilita a reestruturação de uma instituição com problemas e visa evitar a utilização de fundos públicos no referido processo. Esta estrutura exige que os acionistas e credores de uma entidade, e não os contribuintes, assumam as perdas (*bail in*). E para que isto na prática seja viável, foram estabelecidos novos requisitos de absorção de perdas.³

Por outro lado, a fim de mitigar ou suavizar os ciclos de crédito para evitar uma acumulação excessiva de riscos (pró-ciclicidade do sistema), o Basileia III levou a um aumento muito significativo dos requisitos de capital, tanto em quantidade como em qualidade. Além disso, este quadro adotou uma extensa gama de ferramentas, como a «almofada» de capital anticíclica que serve para acumular capital durante períodos de expansão para absorver perdas quando ocorrem recessões,⁴ bem como outras medidas em termos de capital e liquidez (utilização de ponderadores de riscos mais elevados, requisitos mais rigorosos, requisitos de informação, etc.). Para além do Basileia III, poderão ser desenvolvidas medidas adicionais a nível nacional se a autoridade competente (normalmente o banco central de cada país) decidir controlar a concessão de crédito através da limitação de empréstimos em relação à sua garantia (*loan-to-value* ou LTV) ou da capacidade de pagamento do devedor (*debt-to-income* ou DTI).⁵ Todas estas medidas são úteis para atenuar a tendência cíclica do crédito e endividamento do setor privado e o surgimento de bolhas nalguns ativos, mas convém referir que as mesmas irão tender sempre a serem mais efetivas se forem adequadamente combinadas com instrumentos de política monetária e fiscal (ver o artigo «Desde a Grande Recessão até aos dias de hoje: os erros da política monetária e fiscal» neste mesmo Dossier).

1. Para mais informação, ver J. Gual (2009), «El carácter procíclico del sistema financiero», Estabilidad Financiera n.º 16, Banco de Espanha.

2. Este problema também ocorreu em grupos de instituições menores, que juntas poderiam produzir a mesma instabilidade em caso de falência (*too many to fail*).

3. Requisitos conhecidos como MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*).

4. Países como a Suécia ou Noruega já aplicam esta ferramenta, e outros como a França, o Reino Unido e a Irlanda vão aplicar brevemente.

5. Por exemplo, Portugal já as utilizou recentemente para regular a oferta de crédito no mercado hipotecário.

Como é possível verificar, a regulação introduzida devido à crise tem por objetivo aumentar significativamente os requisitos prudenciais do setor bancário.⁶ Como resultado, tanto a solvabilidade como a liquidez do setor no conjunto da UE e nos EUA melhoraram substancialmente em comparação com 2007 (ver a tabela em anexo) e estão atualmente em níveis bem acima do mínimo exigido. Isto aumenta a sua capacidade de absorver futuros choques e os acionistas terão mais em conta possíveis perdas futuras, o que deveria incentivar uma maior prudência.

Mesmo assim, a crise anterior mostrou que, para ter um setor bancário verdadeiramente sólido, também é fundamental fortalecer outras áreas (para além do prudencial), o que levou à implementação de medidas de contabilidade, governação institucional e de comportamento. Assim, em matéria contabilística, com a introdução das novas normas e contabilidade (IFRS 9), pretende-se refletir com maior precisão o risco de crédito. Desta forma, foram aumentadas as exigências de provisões de risco de crédito que atualmente têm de ser calculadas para créditos em imparidade, de acordo com a perda esperada ao longo da vida do empréstimo (antes os créditos malparados eram provisionados com base na perda esperada a 12 meses), o que geralmente implica um nível mais elevado de provisões e fomenta a estabilidade financeira.

Da mesma forma, foram efetuadas tentativas para corrigir alguns problemas de governação institucional inerentes ao setor financeiro que podem ser agravados quando os incentivos entre diferentes agentes não se encontram totalmente alinhados.⁷ Uma forma de alinhar esses incentivos foi estimular esquemas de compensação mais vinculados a retornos e riscos futuros para evitar o surgimento de riscos excessivos a curto prazo. Ao mesmo tempo, foi dado um maior ênfase pelos reguladores e supervisores em aspetos como o tamanho dos Conselhos de Administração, a profissionalização dos seus membros, a sua independência ou as dinâmicas de funcionamento. A isto devemos acrescentar o esforço efetuado pelas instituições para definirem políticas de controlo interno que estabeleçam limites de «apetite» para cada risco (financeiro, comercial, operacional, etc.). Além disso, em termos de conduta, houve um reforço significativo para obter uma maior transparência, como também na comercialização de produtos (informações sobre despesas, riscos associados, etc.).⁸

Nos últimos anos, a UE também se comprometeu a construir uma união bancária. Esta união destina-se a reduzir a ligação entre o risco soberano e o risco bancário e atenuar a fragmentação financeira. Tudo somado, ainda há trabalho para ser feito. Em particular, é essencial implementar um sistema comum de garantia de depósitos que proteja igualmente todos os depósitos, independentemente da instituição e do país de origem. Ao mesmo tempo, um mutuante de último recurso a nível europeu é obrigado a oferecer apoio ao fundo único de resolução e ao próprio sistema de garantia de depósitos no caso de eventos sistémicos. Também é necessário desenhar um esquema de provisão de liquidez para instituições em resolução.

Além disso, apesar dos esforços feitos para reduzir a natureza pró-cíclica do setor, algumas das medidas implementadas têm efeitos pró-cíclicos (como o IFRS 9 ou as ponderações por risco dos ativos), o que tende a diminuir parte dos seus efeitos benéficos para a estabilidade financeira. Finalmente, é de salientar que a intensificação da regulação no setor bancário tende a favorecer um desvio da atividade de intermediação para setores pouco regulados, como o denominado sistema bancário paralelo.⁹

Em suma, graças à implementação das medidas introduzidas após a crise, o setor financeiro está hoje mais robusto do que antes. Isso vai ajudar a minimizar o impacto sobre a economia e a estabilidade financeira durante os períodos de turbulência, dado que os países com sistemas bancários mais capitalizados tendem a estar associados a recessões mais curtas e a uma menor contração na oferta de crédito.¹⁰ No entanto, mais cedo ou mais tarde, as tarefas pendentes que mencionámos devem ser tratadas de forma adequada.

6. Para as medidas mencionadas, devemos acrescentar a introdução de um índice de alavancagem (relação simples de capital para ativos, sem considerar o risco do mesmo) e de rácios de cobertura de liquidez e financiamento estável. Mais recentemente, a estrutura do Basileia III foi revista para limitar também a dispersão no cálculo de ativos ponderados pelo risco entre instituições.

7. Isto acontece, por exemplo, quando os gestores de um banco têm incentivos para maximizar a rentabilidade dos negócios num prazo mais curto do que os acionistas, sem considerar que os riscos dos investimentos realizados podem ser materializados a longo prazo.

8. Normativas como, por exemplo, o pacote MIFID 2 (aplicável desde 2018) regulam estes âmbitos.

9. Instituições (de seguros, fundos de investimento, etc.) que realizam atividades financeiras com características bancárias, mas que são menos reguladas e não contam com uma rede de proteção, como um mutuante de última instância.

10. Ver, por exemplo, Jiménez *et al.* (2012), «Credit supply and monetary policy: identifying the bank balance-sheet channel with loan applications», Zurich Open Repository and Archive, e Jordà *et al.* (2017), «Bank Capital Redux: Solvency, Liquidity, and Crisis», Working Paper Series 2017-6, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Sobre música, riscos e alavancagem 10 anos depois da Lehman

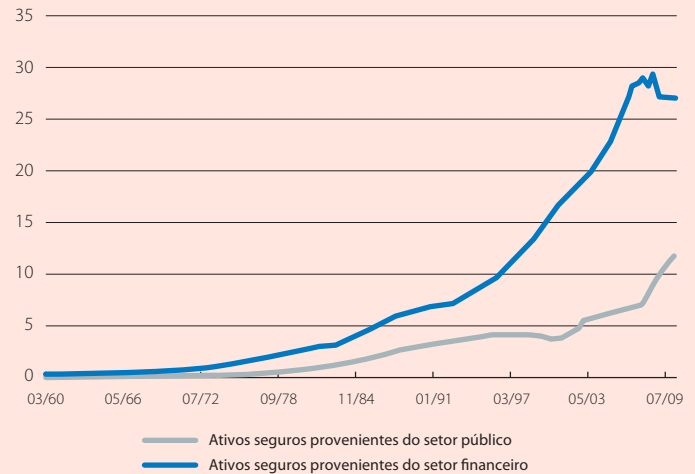
Há 10 anos, a 15 de setembro de 2008, a falência da Lehman Brothers mergulhou o mundo na pior crise financeira desde a Grande Depressão dos anos 1930. Se a sua origem estava num mercado relativamente pequeno (das hipotecas *subprime* dos EUA), como é possível explicar esta explosão? Sabemos¹ que a crise financeira foi precedida por um longo período de desequilíbrios globais, condições financeiras permissivas e uma regulação financeira inadequada. A estes elementos juntou-se uma excessiva assunção de riscos e um aumento do endividamento para se transformar numa crise financeira. Vamos ver qual é o papel que estes dois fatores desempenharam e as consequências que ainda estamos a sofrer.

Como a aversão ao risco levou a uma maior assunção de riscos

Para começar, devemos voltar às crises asiáticas do final do século XX e ao *crash* da bolsa em 2001, que desencadeou um aumento da aversão ao risco e um maior desejo, a nível mundial, de possuir ativos seguros. Esta procura, inicialmente insatisfeita pela oferta existente, estimulou o sistema financeiro das economias avançadas (com os EUA na liderança) para criar ativos seguros através do denominado processo de titularização. Por exemplo, no mercado de hipotecas, este processo consistia em criar um pacote de empréstimos hipotecários sob um novo título, o denominado MBS,² que dava direito a receber de forma regular os pagamentos das hipotecas que compõem o MBS. O MBS agrupava um número muito elevado de hipotecas e, portanto, considerava-se altamente improvável que todas estas hipotecas deixassem de ser pagas ao mesmo tempo. Assim, este fluxo era considerado «seguro» e poderia ser titularizado num ativo que também seria seguro. Com efeito, o setor financeiro dos EUA produziu uma grande oferta de ativos aparentemente seguros para satisfazer a procura (ver o primeiro gráfico). De facto, o apelo foi tão grande que a prática espalhou-se rapidamente, até ao ponto das instituições financeiras comprarem e venderem estes ativos entre as mesmas e inseri-los no balanço. No entanto, isto provocou fortes interligações no sistema financeiro: era a semente que transmitiria os problemas do mercado hipotecário para todo o sistema financeiro internacional.

EUA: oferta de ativos seguros *

(Bilhões de dólares)

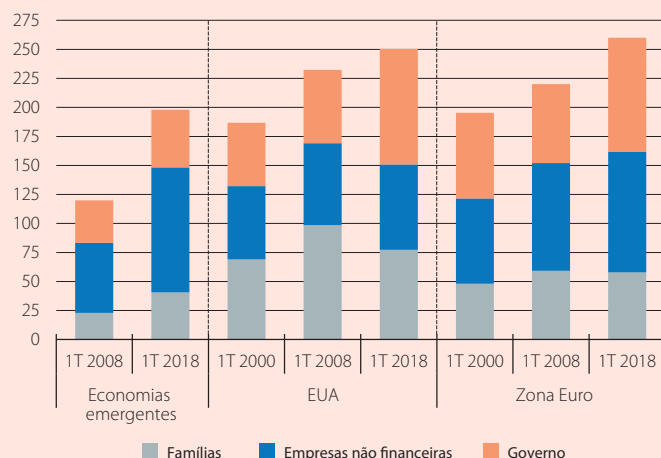


Nota: * O universo de ativos seguros é, na maior parte, formado por títulos de dívida de emissores de solvência e estabilidade institucional comprovadas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Gorton et al. (2012), «The Safe-Asset Share», NBER Working Paper.

Crédito total ao setor não financeiro

(% do PIB)



Nota: O Banco de Pagamentos Internacionais não faculta dados setoriais para o conjunto das economias emergentes antes de 2008.

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

Implosão

Além das interligações, a perceção de «segurança» destes ativos apresentava uma falha inerente: subestimava a probabilidade de um aumento generalizado do incumprimento das hipotecas. No contexto do início do século XXI, com taxas de juro baixas e uma atividade económica dinâmica, era humanamente lógico pensar que o futuro não seria muito diferente: o custo do crédito manter-se-ia baixo e as taxas de incumprimento seriam mínimas. No entanto, ao pairarem nuvens sobre este sentimento otimista, o aumento do incumprimento das hipotecas levou os investidores a questionarem a segurança real destes ativos. Além disso, à medida que se apercebiam que muitas instituições financeiras tinham estes ativos inseridos no seu balanço (e que agora eram menos valiosos), questionaram a sua solvência. Finalmente, a própria opacidade e complexidade do produto (um MBS poderia conter milhares e milhares de hipotecas) acentuou a desconfiança, com a qual a concessão de empréstimos entre instituições desapareceu e, definitivamente, também a liquidez.

1. Ver os outros três artigos deste mesmo Dossier para uma análise aprofundada de cada um destes fatores.
2. O acrónimo do seu nome em inglês *mortgage-backed security*, ou seja, título garantido por crédito hipotecário.

Além disso, as dúvidas sobre a solvência foram acentuadas por outro protagonista deste artigo: a denominada alavancagem. As instituições financeiras também tinham financiado a expansão dos seus balanços (que acumulavam titularizações) com o aumento da alavancagem, ou seja, através da dívida (em contraste com a utilização de capital próprio). Por um lado, isto era favorecido por uma má regulação, dado que a titularização permitiu reduzir os requisitos de capital necessários. Por outro lado, o excesso de otimismo retroalimentou a alavancagem e criou um círculo aparentemente virtuoso: a expectativa de revalorização dos ativos elevou o valor da garantia, permitia assumir um maior risco e o nível de endividamento aumentou, fazendo com que os ativos revalorizassem ainda mais. De facto, mesmo sabendo que o otimismo era excessivo, os agentes queriam continuar a apostar: o otimismo do resto da economia continuou a aumentar o valor dos ativos e retroalimentava o círculo. Nas palavras de Charles Prince, então um dos principais líderes do Citigroup, «enquanto a música tocar, devemos levantar-nos e dançar». No entanto, quando a música parou, o ciclo virtuoso tornou-se vicioso: possuir uma alavancagem elevada significava ter relativamente pouco capital para absorver as perdas, o que questionava a solvência das instituições e restringia o acesso ao financiamento. Isto obrigava-as a vender ativos e deprimia os preços, com a consequente perda de valor, que levava novamente a questionar a sua solvência e retroalimentava outra vez o círculo.

Desta forma, as fortes interligações que o processo de titularização produzia e a elevada alavancagem atuaram como uma corrente de transmissão para que o aumento do incumprimento das hipotecas *subprime* em 2007 escoasse para uma grande parte do sistema financeiro internacional e o colocasse à beira do colapso.

Riscos e dívida 10 anos depois

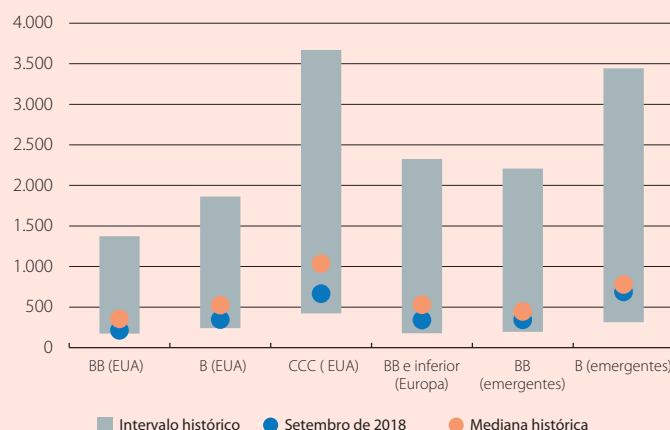
Hoje ainda sofremos as consequências daquela crise, tanto em termos de alavancagem como de assunção de risco. Por um lado, nas economias avançadas, o setor financeiro desalavancou significativamente, mas isto foi compensado por um aumento do endividamento do setor público. Além disso, a dívida das famílias e das empresas não financeiras permanece elevada e, nas economias emergentes, ocorreu um forte crescimento da dívida, especialmente entre as empresas não financeiras e na China (cujo sistema financeiro tem mostrado interligações fortes e opacas).³

Por outro lado, a política monetária acomodatória e as reduzidas taxas de juro que prevalecem desde 2008 (fruto da gravidade da crise financeira e da grande recessão que se seguiu) motivaram a assunção de riscos em busca de retornos mais elevados. Assim, embora, em termos gerais, o sistema financeiro e económico internacional goze de uma melhor saúde, apareceram focos de risco localizados. Em termos de assunção de risco, ao comprimir os prémios de risco para mínimos históricos (ver o terceiro gráfico), as condições financeiras acomodatórias facilitaram a emissão de obrigações privadas de pior qualidade. Além disso, em termos de alavancagem, a procura por retornos levou a uma expansão em massa do mercado mundial dos denominados empréstimos alavancados (empréstimos comerciais concedidos a instituições com um elevado risco de incumprimento ou que já possuem elevados níveis de endividamento): em 2017, estes atingiram 788.000 milhões de dólares e ultrapassaram os níveis de 2007. Além disso, neste mercado estão a aparecer sinais de uma fase madura do ciclo económico global: empresas com solvência duvidosa continuam a ter acesso abundante ao crédito, os *ratings* da dívida das empresas mostraram alguma deterioração e as novas emissões de dívida incorporam menos proteção ao investidor.⁴ Finalmente, o forte aumento da dívida das empresas nas economias emergentes também reflete a possibilidade de acesso a um financiamento barato em dólares ou euros. No entanto, já estamos a assistir como o sentimento pode mudar com a retirada dos estímulos monetários por parte da Fed e do BCE.

Com todos estes elementos, o mundo atravessa um caminho sinuoso. Os principais bancos centrais enfrentam o desafio de retirar o estímulo monetário que foi necessário para revitalizar a economia mundial, justamente para evitar que, mais uma vez, o acumular de vulnerabilidades provoque turbulências financeiras. Parafraseando Warren Buffet, apenas no final do processo, quando as águas do estímulo monetário desaparecerem, vamos saber se a economia global usa fato de banho ou não.

Prémios sobre a dívida do setor empresarial segundo a sua notação de risco (1999-2018)

Diferencial com a taxa soberana dos EUA (p. b.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of America Merrill Lynch.

3. Ver o Focus «O *shadow banking* na China: uma sombra alongada», na IM02/2017.

4. Para mais informação consulte o Relatório de Estabilidade Financeira Global de abril de 2018 elaborado pelo Fundo Monetário Internacional.

DADOS RELEVANTES

BPI 30 de junho de 2018		GRUPO CAIXABANK 30 de junho de 2018	
	MILHÕES €		MILHÕES €
Recursos de clientes	33.311	Recursos de clientes	366.163
Crédito à clientela, bruto	23.080	Crédito à clientela, bruto	225.744
Resultado atribuído, acumulado no ano	366	Resultado atribuído ao Grupo, acumulado no ano	1.298
Resultado atribuído da atividade em Portugal, acumulado no ano	223	Capitalização bolsista	22.157
Clientes (milhões)	1,9	Clientes (milhões)	15,7
Empregados	4.843	Empregados	37.286
Agências	497	Agências	5.239
Caixas multibanco (ATM)	1.351	Agências « <i>retail</i> » em Espanha	4.543
		Caixas multibanco (ATM) em Espanha	9.411
		OBRA SOCIAL DA FUNDAÇÃO BANCÁRIA "la Caixa": Orçamento 2018	
			MILHÕES €
		Social	307,5
		Investigação e formação de excelência	91,1
		Divulgação, cultura e conhecimento	121,4
		TOTAL ORÇAMENTO	520

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., 2018

© CaixaBank, S.A., 2018

Design e produção: www.cegeglobal.com

