



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

*Os mercados financeiros
continuam com dinamismo*

*Um começo de ano melhor do
que o previsto para a economia
global, mas mantêm-se os riscos
negativos*

*Crescimento favorável em Portugal,
mas com dúvidas no setor externo*

*A economia espanhola mantém
o pulso firme*

DOSSIER ESPECIAL

A EUROPA DIANTE DO ESPELHO: PERSPETIVAS ECONÓMICAS E INSTITUCIONAIS

*Perspetivas da economia
europeia a médio prazo: menor
crescimento, mas com margem
de melhoria*

*Integração europeia: os próximos
cinco anos... e as décadas
seguintes*

DOSSIER

AS CAUSAS DA POLARIZAÇÃO POLÍTICA

*Polarização política: o fenómeno
que deveria estar na boca
de todos*

*Polarização: o legado da crise
e outras forças conjunturais*

*As raízes profundas da
polarização, ou a necessidade
de recuperar o relato perdido*

INFORMAÇÃO MENSAL**Maio 2019**

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

BPI Research (UEEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor do Departamento de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Data de fecho desta edição:

30 de abril de 2019

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 RESUMO EXECUTIVO****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS****10 ECONOMIA INTERNACIONAL****15 ECONOMIA PORTUGUESA**

17 *Medidas macroprudenciais e posicionamento no ciclo de crédito à habitação*

20 ECONOMIA ESPANHOLA**23 DOSSIER ESPECIAL: A EUROPA DIANTE DO ESPELHO: PERSPETIVAS ECONÓMICAS E INSTITUCIONAIS**

23 *Perspetivas da economia europeia a médio prazo: menor crescimento, mas com margem de melhoria*

25 *Integração europeia: os próximos cinco anos... e as décadas seguintes*

29 DOSSIER: AS CAUSAS DA POLARIZAÇÃO POLÍTICA

29 *Polarização política: o fenómeno que deveria estar na boca de todos*

31 *Polarização: o legado da crise e outras forças conjunturais*

34 *As raízes profundas da polarização, ou a necessidade de recuperar o relato perdido*

Polarização política

As eleições europeias de 26 de maio serão um teste importante não só para a saúde do projeto europeu, mas também para mostrar o grau de polarização política no Velho Continente. Existem receios sobre a possível ascensão de partidos extremistas – eurocéticos, antissistema ou ambos ao mesmo tempo – que questionam os princípios sobre os quais se construiu a UE.

O fenómeno da polarização política, que discutimos no Dossier desta *Informação Mensal*, estendeu-se a um grande número de países e responde a fatores que poderíamos denominar de procura e oferta. Os fatores de procura seriam aqueles que fizeram com que parte do eleitorado se movesse para posições mais extremas. Entre os mesmos estão, por exemplo, a longa crise económica e as suas consequências, o aumento da desigualdade, a crise dos refugiados ou a sensação de insegurança causada pelas mudanças tecnológicas e demográficas (estará o meu emprego em risco? E a minha reforma?). Insatisfeita com o *status quo* – «o sistema» – e com as respostas dos principais partidos políticos a estes desafios, uma parte do eleitorado identificou-se com opções mais extremas que questionam o próprio sistema político e económico e que procuram eclipsar os partidos mais tradicionais.

Por fatores de oferta referimo-nos ao surgimento de novos partidos, ou ao reforço dos antigos, afastados da centralidade política. Além disso, os partidos tradicionais, movidos pelas mudanças de preferências dos eleitores e pelo surgimento de novos concorrentes, são tentados a radicalizar os seus discursos e a afastarem-se do centro. Esta é uma viagem que acarreta riscos, pois ao fim ao cabo a maior parte dos eleitores ainda mantém posições com uma tendência mais centrista.

Outras mudanças contextuais também facilitaram a polarização da procura (eleitores) e da oferta (partidos). Por exemplo, as novas tecnologias de comunicação, que reduziram os custos de entrada para os novos ofertantes. Por sua vez, as redes sociais facilitam a difusão de mentiras que alimentam a polarização social, em parte porque as mensagens chegam – e não por acaso – àquelas pessoas que possuem uma maior probabilidade para as considerar verdadeiras (validam os seus preconceitos) e também mais propensas a partilhá-las com outras pessoas de ideologia semelhante. O efeito de eco e o conforto de sentir que existem muitos outros que pensam da mesma forma contribui para a polarização.

A polarização envolve custos significativos. Por exemplo, produz uma deterioração da coesão social ao provocar uma diminuição na população que possui uma visão minimamente partilhada dos grandes desafios da economia e da sociedade e das alternativas para responder aos mesmos. Esta fratura social torna mais difícil chegar a um grande consenso para realizar reformas que ofereçam respostas aos desafios existentes – porque a fragmentação política o impede e porque os partidos de centro estão menos incentivados a estabelecer acordos entre si devido ao receio de perderem terreno para partidos que se encontram mais ao extremo –. Por sua vez, a ausência de consensos e de reformas acaba por agravar a situação económica e provocar um aumento da instabilidade política, fatores estes que retroalimentariam as opções extremas.

Aqui assenta precisamente a dificuldade para travar e reverter a polarização política. Porque, para tal, é essencial fazer reformas para responder aos grandes desafios de hoje. A construção de grandes consensos requer lideranças fortes, empatia com quem pensa de forma diferente, pedagogia com os eleitores e, logicamente, sentido de responsabilidade. Talvez seja pedir demais, mas é o que exigem os tempos complexos em que vivemos.

Cronologia

ABRIL 2019

- 10 *Brexit* adiado para 31 de outubro de 2019.
- 28 Realizam-se eleições legislativas em Espanha.

FEVEREIRO 2019

- 28 Os EUA suspendem o aumento das taxas aduaneiras às importações de produtos chineses que devia entrar em vigor a 1 de março.

DEZEMBRO 2018

- 7 A OPEP e os seus parceiros estabelecem um corte de produção de crude em 1,2 milhões de barris diários entre janeiro e junho de 2019.
- 13 O BCE confirma o fim das compras líquidas de ativos em dezembro de 2018.
- 19 A Fed aumenta a taxa de juro oficial em 25 p. b. colocando-a no intervalo 2,25%-2,50%.

MARÇO 2019

- 7 O BCE anuncia um novo ciclo de operações de refinanciamento de longo prazo (TLTRO), que começará em setembro.
- 15 A agência de classificação S&P eleva o *rating* de Portugal, de BBB- para BBB.
- 21 A UE prolonga o *Brexit* até 12 de abril de 2019.

JANEIRO 2019

- 15 O Parlamento do Reino Unido chumba por 432 a 202 votos o acordo de saída assinado entre o Governo e a UE.
- 25 Termina o encerramento parcial da Administração federal mais longo da história dos EUA (35 dias).

NOVEMBRO 2018

- 5 Os EUA restabelecem sanções ao Irão.
- 21 A Comissão Europeia recomenda a abertura de um procedimento de défice excessivo a Itália.
- 25 A UE e o Reino Unido assinam um acordo de saída.

Agenda

MAIO 2019

- 1 Comité Monetário da Fed.
- 6 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 8 Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 9 Espanha: índice de produção industrial (março).
- 10 Portugal: comércio internacional (março).
- 13 Portugal: IPC (abril).
- 15 Portugal: evolução do PIB (1T).
- 20 PIB do Japão (1T).
- 21 Espanha: comércio externo (março).
- 23 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (março).
- 27 Portugal: execução orçamental do Estado (abril).
- 28 Espanha: execução orçamental do Estado (abril). Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 30 Espanha: evolução do IPC (maio).
- 31 Espanha: balança de pagamentos (março). Portugal: contas nacionais trimestrais (1T).

JUNHO 2019

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 6 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 7 Portugal: comércio internacional (abril).
- 18 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (4T).
- 18-19 Comité Monetário da Fed.
- 21 Portugal: indicadores coincidentes (maio).
- 24 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril). Portugal: contas nacionais trimestrais por setor institucional(1T).
- 25 Espanha: balança de pagamentos e PII (1T). Portugal: preços da habitação (1T). Portugal: balança de pagamentos (abril).
- 27 Espanha: evolução do IPC (junho). Espanha: taxa de poupança das famílias (1T). Espanha: execução orçamental do Estado (maio). Zona Euro: índice de sentimento económico (junho). Zona Euro: Conselho Europeu.
- 28 Espanha: contas nacionais trimestrais (1T). Espanha: balança de pagamentos (abril). Portugal: evolução do IPC (junho).

A situação económica é melhor do que o esperado

Não há nada que faça frente ao crescimento americano (por agora).

Nos EUA, durante os primeiros meses de 2019, ocorreram condições climatéricas muito severas. Teve lugar um encerramento do Governo federal, o famoso *shutdown* mais longo do que em episódios anteriores. Foram registados indicadores de atividade irregulares e até, nalguns casos, fracos. O panorama das tensões comerciais, embora certamente mais amenizado, ainda está longe de se resolver totalmente. Qual foi o resultado destes fatores? Um crescimento económico de 0,8% em cadeia (3,2% anualizado) e 3,2% homólogo no 1T 2019. Uma evolução maior do que a prevista e superior à do 4T, que já tinha surpreendido positivamente. Podemos argumentar que a composição, com um peso elevado por parte da acumulação de *stocks*, sugere que o padrão de crescimento do 1T poderia não ser indicativo daquilo que vai ocorrer nos próximos trimestres. Contudo, e por agora, a música da atividade continua a ser boa para os ouvidos dos norte-americanos. E também para os chineses. O crescimento do 1T, de 6,4% em termos homólogos, confirmou que o ritmo económico está a estabilizar. Sabemos que o nível de crescimento efetivo é menor do que o sugerido pelos dados oficiais mas, mesmo admitindo que esta distância existe, os indicadores de atividade confirmam que as autoridades chinesas estão, mais uma vez, a evitar piores presságios. Como no caso dos EUA, o futuro deveria ser de menor crescimento, mas é positivo para a China, e consequentemente para o mundo, que a quebra ocorra de forma tranquila e controlada.

O cocktail de incerteza na Europa está a ser melhor digerido do que o previsto.

Se noutras partes do mundo a festa continua, mesmo sabendo que há de chegar o momento de abrandar o ritmo, no Velho Continente a música acabou praticamente antes de começar, como demonstram as sucessivas e perentórias revisões – em sentido descendente – do crescimento previsto para 2019 que analistas e instituições têm vindo a fazer durante os últimos meses. Após estas mudanças de cenário transparece a elevada incerteza em torno da novela do *Brexit*, a sempre imprevisível situação italiana, os resultados das eleições europeias, o choque do setor automóvel e as dúvidas sobre a vaga protecionista do comércio mundial. Uma combinação de fatores de leitura difícil. Eis que, entretanto, quando eram esperados dados de crescimento fracos no 1T, a economia da Zona Euro surpreende como um crescimento em cadeia de 0,4%. Boas notícias que, de qualquer forma, não alteram fundamentalmente a tendência da situação europeia: enquanto

não se dissiparem os fatores negativos, o crescimento continuará a sofrer perturbações.

O *allegro ma non troppo* ibérico. As economias de Portugal e Espanha continuam a dançar ao seu ritmo, que é ligeiramente melhor do que o dos parceiros da Zona Euro. Pelo menos é o que indicam os dados de crescimento. A economia espanhola cresceu 0,7% em cadeia no 1T 2019 (2,4% em termos homólogos), um ritmo ligeiramente superior ao do trimestre anterior e claramente superior ao conjunto da Zona Euro. A chave para a dissociação cíclica espanhola continua a ser a força da procura interna, que combina uma tendência ainda razoavelmente sólida do consumo privado com uma recuperação do investimento um pouco mais animada do que a prevista. Por sua vez, Portugal atingiu um crescimento de 0,5% no 1T 2019, em linha com a evolução dos indicadores de atividade. Em ambos os casos, e para além da composição do crescimento das contas nacionais, a melhoria estrutural está implícita em várias áreas (desalavancagem privada, saneamento bancário, recuperação da competitividade externa e melhoria das finanças públicas) e à sensibilidade especial quando ocorrem contextos favoráveis. São duas frentes que facilitaram o diferencial positivo do ritmo de atividade em relação ao dos seus parceiros europeus. Contudo, espera-se que – sem dramatismos – o crescimento desacelere para taxas um pouco menos dinâmicas nos próximos trimestres. Neste contexto, e após os intensos meses eleitorais de abril e maio, será importante que o futuro governo espanhol afine a orquestra, dado que as futuras etapas de bonança devem ser orientadas com uma política apropriada desde os primeiros compassos, tal como deve fazer o executivo português que sairá das eleições legislativas do próximo mês de outubro.

Média do período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	2,50	2,50	2,25
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	2,70	2,65	2,40
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	2,85	2,80	2,55
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	2,55	2,60	2,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	2,75	2,80	2,70
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,40	-0,10	0,00
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,35	-0,10	0,15
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,33	-0,08	0,18
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,28	-0,05	0,20
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,18	0,05	0,35
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,08	0,15	0,50
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,40	-0,10	0,35
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	0,40	0,70	1,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	0,02	0,19	0,64
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	0,42	0,56	1,00
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	1,40	1,50	1,90
Prémio de risco	11	184	110	117	100	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,17	0,10	0,72
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	0,44	0,69	1,27
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	1,60	1,85	2,35
Prémio de risco	19	362	149	147	120	115	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,15	1,19	1,23
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	125,35	126,14	130,38
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,00	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,84	0,83
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,74	0,71	0,68
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	66,0	63,0	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	57,4	52,9	51,2

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	3,3	3,4	3,5
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,4	2,2	1,8	1,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,2	2,9	2,4	1,7	1,7
Zona Euro	2,3	0,4	2,5	1,8	1,3	1,5	1,4
Alemanha	1,6	1,1	2,5	1,5	1,0	1,6	1,6
França	2,0	0,6	2,3	1,5	1,4	1,5	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,4	0,8	0,7
Portugal	1,5	-0,4	2,8	2,1	1,8	1,7	1,7
Espanha	3,8	0,0	3,0	2,6	2,3	1,9	1,7
Japão	1,5	0,4	1,9	0,8	0,8	0,7	0,8
Reino Unido	2,8	1,0	1,8	1,4	1,3	1,5	1,5
Países emergentes	6,5	5,2	4,8	4,5	4,3	4,6	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,2	6,0	5,8
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	6,9	6,2	6,0
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	4,9	4,8	5,9
Brasil	3,6	1,7	1,1	1,1	2,1	2,0	2,2
México	2,4	2,1	2,1	2,0	1,6	2,1	2,5
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	3,2	3,0	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,8	2,0	2,3
Turquia	5,4	4,8	7,3	2,9	-2,5	2,3	3,0
Polónia	4,0	3,2	4,8	5,1	3,5	2,9	2,4
África do Sul	4,4	1,8	1,5	0,7	1,6	1,8	2,0
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,4	3,4
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	2,0	1,9	1,9
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,3	1,5	1,8
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,6	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,5	1,8
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,8	1,3	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,8	1,4	1,7
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	1,4	1,6	1,9
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,7	1,3	1,3
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	2,0	2,0	2,1
Países emergentes	6,8	5,8	4,3	4,8	4,9	4,6	4,5
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,4	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,4	4,9	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,2	2,4	2,6	2,8
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	4,1	4,1	4,1
México	5,2	3,9	6,0	4,9	4,1	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,9	3,0	3,0
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,9	4,0	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	19,5	12,0	9,0
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,0	2,5	2,5
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	4,2	5,3	5,3

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

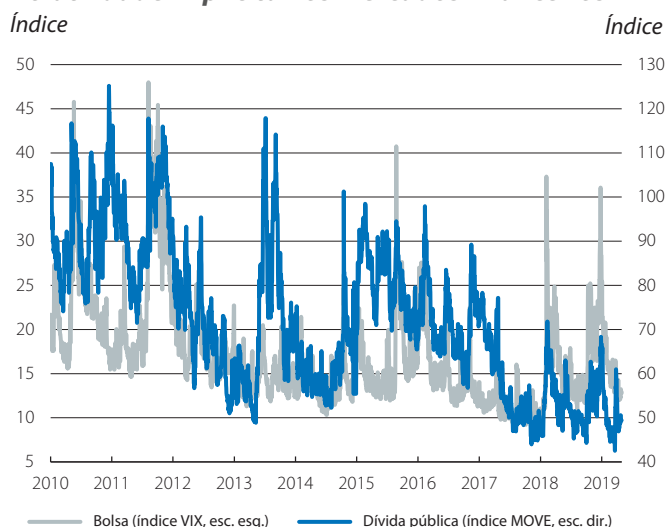
Os mercados financeiros mantêm o dinamismo

Os investidores recuperam otimismo. Em abril, a publicação de dados sobre a atividade económica e os bons resultados das empresas contribuíram para a recuperação do sentimento do investidor que, em março, tenha sido ligeiramente receoso. Em abril, a evolução das negociações comerciais entre os EUA e a China e o facto dos bancos centrais continuarem a indicar a intenção de não restringir a sua política monetária nos próximos trimestres, apoiaram a redução da volatilidade nos mercados financeiros, a recuperação das taxas de juro (que tinham caído em março) e um maior dinamismo nas bolsas. No entanto, tal como foi salientado pelo BCE (na sua reunião de abril) e pelas várias comunicações emitidas por outros grandes bancos centrais, os principais riscos em torno do cenário de crescimento permanecem com uma dinâmica ligeiramente negativa, o que poderá levar a novos aumentos da volatilidade, tal como aconteceu em trimestres anteriores.

As bolsas evoluem mais folgadoamente. A recuperação do sentimento dos investidores foi especialmente perceptível nos mercados de rendimento variável. Além disso, também beneficiaram de um arranque positivo da época de publicação de resultados empresariais relativos ao 1T 2019, dado que, especialmente nos EUA, a maior parte dos resultados divulgados até à data de fecho desta *Informação Mensal* superaram as expectativas do mercado (convém lembrar que, no final de 2018, os analistas em geral reduziram as suas expectativas devido à perspetiva de desaceleração da atividade mundial). Assim, após completar um forte primeiro trimestre (+13% no caso do índice mundial MSCI World Index) que, no entanto, tinha fechado o mês de março de forma dúbia, em abril as principais bolsas internacionais recuperaram o dinamismo. Especificamente, o S&P 500 norte-americano cresceu cerca de 4% e ultrapassou o máximo histórico registado em setembro de 2018. Por sua vez, na Europa, o Eurostoxx 50 cresceu em torno de 5%, fruto do bom desempenho tanto das economias centrais da Zona Euro como da periferia.

As taxas de juro da dívida soberana recuperam. Enquanto em março as taxas de juro soberanas caíram por causa das dúvidas dos investidores em relação ao crescimento global, em abril recuperaram graças à melhoria do sentimento e, especificamente, à publicação de dados positivos de crescimento económico na China, nos EUA e na Zona Euro (ver a secção sobre Economia Internacional nesta mesma *Informação Mensal*). Especificamente, as taxas de juro soberanas da Alemanha e dos EUA recuperaram de forma constante e a taxa de juro a 10 anos da Alemanha entrou novamente em terreno positivo. Além disso, desfez-se a inversão da curva soberana norte-americana (que durou apenas uma semana, um período muito mais curto do que em ocasiões anteriores, quando a inversão da curva fazia prever uma recessão com cerca de um ano de antecedência). Entretanto, na periferia da Zona Euro, os prémios de risco

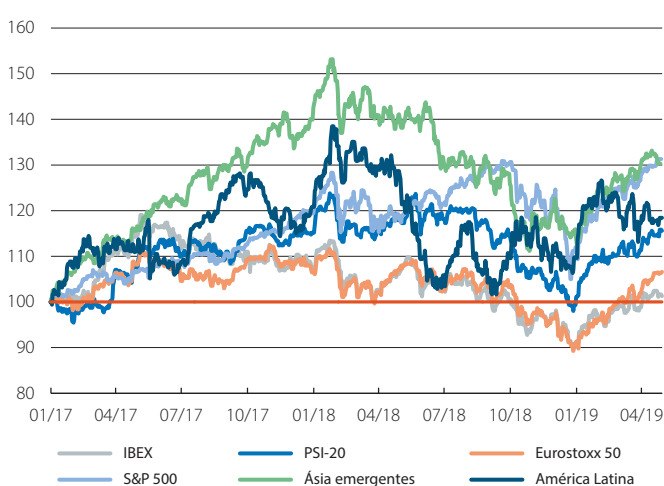
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2017)



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

Rentabilidade da dívida pública a 10 anos

(%)



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

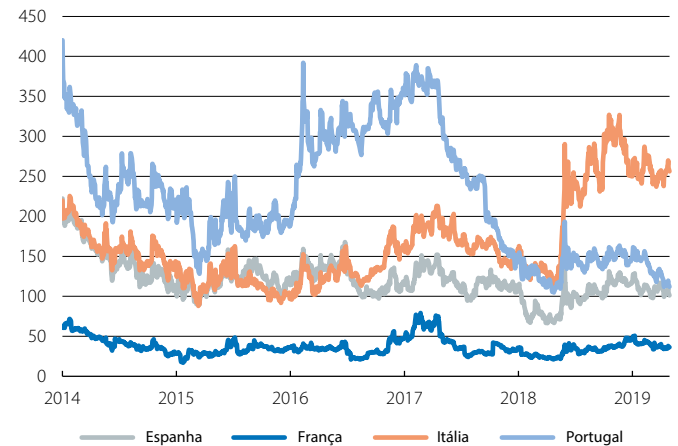
em Portugal e Espanha reduziram cerca de 20 p. b., enquanto o diferencial da Itália permaneceu estável devido à prevalência de dúvidas sobre a política fiscal transalpina.

Um BCE em pausa coloca o foco nos riscos negativos. Como era de esperar, na reunião de abril, o BCE não alterou os parâmetros da sua política monetária e concentrou-se na análise do estado da economia da Zona Euro. A instituição confirmou a sua visão relativamente positiva a médio prazo, ao destacar que a probabilidade de recessão na região é baixa e que o abrandamento do crescimento está ligado a fatores temporários e a ventos contrários de natureza global (como as tensões geopolíticas e a desaceleração na China), enquanto o dinamismo do mercado de trabalho e a procura interna sustentam a continuidade da expansão. Contudo, a curto prazo, o BCE indicou que os dados de atividade vão permanecer fracos (a reunião foi anterior à publicação dos dados do PIB para a Zona Euro no 1T, que surpreenderam positivamente), principalmente no setor industrial e lembrou que continuam a prevalecer sobre o cenário riscos negativos importantes. Assim, a entidade afirmou que vai acompanhar de perto a evolução da economia e o grau de persistência do impasse que a Zona Euro atravessa neste momento. Esta avaliação será fundamental para a tomada de novas decisões nas próximas reuniões, tais como o custo das novas injeções de liquidez no setor financeiro (TLTRO) anunciadas em março ou avaliar se o BCE deve tomar medidas para atenuar possíveis efeitos adversos de um período prolongado de taxas de juro baixas.

A Fed mantém o discurso de paciência. Embora a economia dos EUA esteja a crescer com taxas sólidas e o mercado de trabalho estar em pleno emprego, a ausência de pressões inflacionárias mais fortes e a perspectiva de que a economia vai abrandar nos próximos trimestres fizeram com que a Fed adie o ciclo de aumentos das taxas de juro que teve início em 2015, até ao ponto de referir que não espera efetuar aumentos nas taxas de juro de referência em 2019. Neste sentido, as mensagens mais recentes dos membros da Fed sugerem que seria necessário observar recuperações sustentadas da taxa de inflação acima dos 2% antes de voltar a restringir a política monetária, sugerindo que a instituição deverá permanecer paciente nos próximos meses, subordinando novos movimentos nas taxas de juro à evolução dos indicadores económicos.

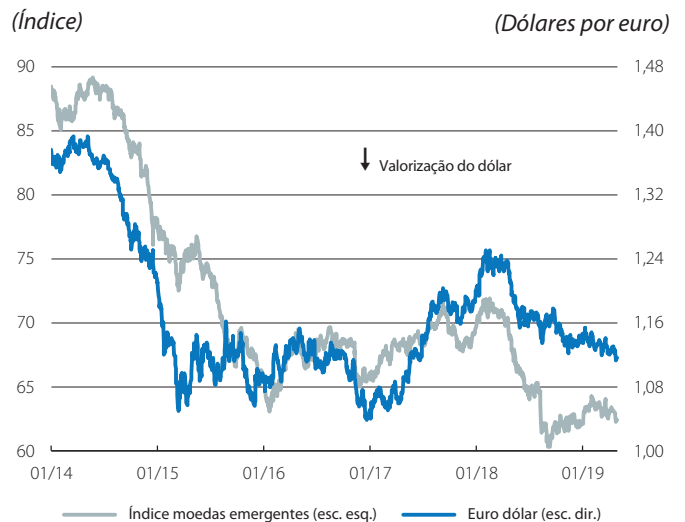
Aumenta o preço do petróleo. Dentro do contexto de melhoria do sentimento dos investidores em abril, o preço do barril de Brent permaneceu elevado e, de forma pontual, chegou a ultrapassar os 75 dólares, depois dos EUA terem confirmado o fim às isenções de sanções para importadores de petróleo iraniano. Esta situação somou-se às declarações de alguns membros da OPEP de que não vão tomar medidas importantes para compensar as menores exportações do Irão, embora a OPEP e os seus principais parceiros ainda devam avaliar a extensão do acordo de cortes de produção que apoiou a recuperação do preço do crude nos últimos meses (provavelmente na reunião de junho).

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos (p. b.)



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

Moedas internacionais face ao dólar



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

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

Taxas de juro (%)

	30-abr	31-mar	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,31	0	-0,1	1,9
Euribor 12 meses	-0,11	-0,11	0	0,3	7,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,53	-0,55	2	3,8	8,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,58	-0,60	2	2,6	-1,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,01	-0,07	8	-22,9	-56,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,00	1,10	-10	-41,5	-31,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,12	1,25	-14	-60,7	-57,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	2,50	2,50	0	0,0	75,0
Libor 3 meses	2,58	2,60	-2	-23,2	21,3
Libor 12 meses	2,72	2,71	1	-28,9	-6,0
Dívida pública a 1 ano	2,37	2,39	-1	-22,2	14,0
Dívida pública a 2 anos	2,27	2,26	1	-22,2	-22,2
Dívida pública a 10 anos	2,50	2,41	10	-18,2	-46,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abr	31-mar	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	66	-8	-30,8	2,9
Itraxx Financeiro Sénior	69	79	-11	-40,0	9,9
Itraxx Financeiro Subordinado	141	161	-20	-87,6	22,1

Taxas de câmbio

	30-abr	31-mar	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,122	1,122	0,0	-2,2	-6,2
EUR/JPY (ienes por euro)	125,020	124,350	0,5	-0,6	-4,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,860	0,861	0,0	-4,3	-2,3
USD/JPY (ienes por dólar)	111,420	110,860	0,5	1,6	1,4

Matérias-primas

	30-abr	31-mar	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	422,1	426,5	-1,0	3,2	-5,3
Brent (\$/barril)	72,8	68,4	6,4	35,3	-0,8
Ouro (\$/onça)	1.283,6	1.292,3	-0,7	0,1	-1,6

Rendimento variável

	30-abr	31-mar	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2019 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.945,8	2.834,4	3,9	17,5	11,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.514,6	3.351,7	4,9	17,1	-1,1
Ibex 35 (Espanha)	9.570,6	9.240,3	3,6	12,1	-5,1
PSI 20 (Portugal)	5.390,6	5.206,6	3,5	13,9	-2,0
Nikkei 225 (Japão)	22.258,7	21.205,8	5,0	11,2	-1,0
MSCI emergentes	1.079,2	1.058,1	2,0	11,7	-6,3

2019: um começo de ano melhor do que o previsto, mas persistem os riscos negativos

Continua a expansão da economia mundial, mas moderam as perspectivas de crescimento. Resultado da própria maturidade do ciclo, da incerteza geopolítica, das tensões comerciais e das perturbações temporárias sobre as principais economias, nos últimos trimestres a atividade global evolui a um ritmo mais contido. Isto pode ser observado através do índice de sentimento empresarial composto (PMI) que, apesar de ter aumentado ligeiramente em março (52,8 pontos) graças à melhoria dos serviços, continua afetado pela fraqueza do setor industrial (o PMI das indústrias manteve-se nos 50,6 pontos, quase no limite dos 50). Este contexto de crescimento mais moderado também se reflete no novo quadro macroeconómico apresentado pelo FMI em abril, onde reduziu as suas previsões de crescimento global (de 3,5% previsto em janeiro para 2019, para 3,3%), especialmente entre as economias avançadas, sendo que o balanço de riscos se manteve com tendência descendente. Apesar desta revisão, e tal como indica o próprio FMI, o ritmo da atividade económica poderia mostrar uma melhor tendência à medida que o ano avança, graças à pausa no aperto da política monetária dos principais bancos centrais, mantendo uma política fiscal expansionista em países como a China, a redução do conflito comercial entre os EUA e a China, e o desaparecimento de perturbações temporárias.

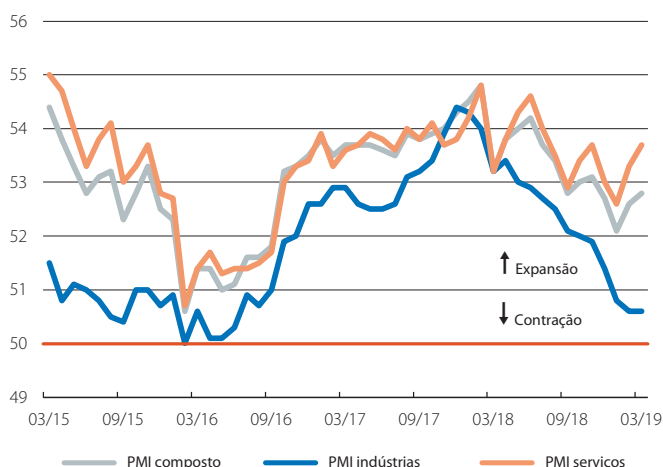
Da depreciação comercial à incerteza do Brexit. No campo comercial, os EUA e a China estão cada vez mais perto de chegar a um acordo que favorecerá a redução da incerteza global. Neste sentido, Robert Lighthizer, representante comercial dos EUA, e Steven Mnuchin, secretário do Tesouro, viajaram à China no final de abril com a intenção de fechar as negociações comerciais entre os dois países. Desde os EUA já foi anunciado que parte das negociações abrangem aspetos como a propriedade intelectual, a transferência forçada de tecnologia ou barreiras não aduaneiras. Mas enquanto os EUA e a China canalizam as suas tensões comerciais, permanece a incerteza em torno do Brexit. Em particular, a UE concedeu ao Reino Unido uma nova extensão do artigo 50, desta vez até 31 de outubro, a fim de dar mais tempo para reconsiderar a estratégia de saída. O Reino Unido terá até essa data para ratificar o acordo de saída, embora ainda esteja aberto um vasto leque de possibilidades (desde a revogação do artigo 50 na sua totalidade e cancelar o Brexit até uma saída sem acordo). No entanto, a extensão reduz os receios de um Brexit desordenado (uma opção que, além disso, foi recusada por uma ampla maioria no Parlamento britânico).

ZONA EURO

A atividade na Zona Euro surpreendeu positivamente no 1T 2019. Em particular, o PIB cresceu 0,4% em cadeia, mais 2 décimas do que o dado do 4T 2018 e acima das nossas previsões e do consenso dos analistas. Os dados surpreenderam positiva-

Indicadores de atividade mundial

Nível



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

PIB: economias destacadas

Variação anual (%)

	2018	2019 (p)	2020 (p)
Economia mundial	3,6	3,3	3,4
Economias avançadas	2,2	1,8	1,7
EUA	2,9	2,4	1,7
Zona Euro	1,8	1,3	1,5
Espanha	2,6	2,3	1,9
Portugal	2,1	1,8	1,7
Economias emergentes	4,5	4,3	4,6
China	6,6	6,2	6,0

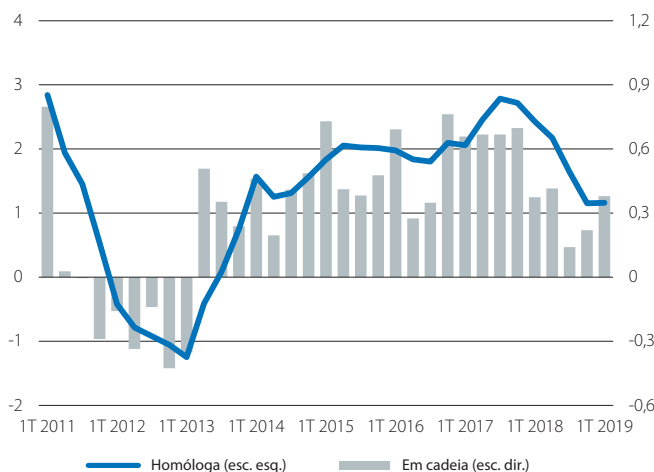
Nota: (p) Previsão da BPI Research.

Fonte: BPI Research

Zona Euro: PIB

Variação homóloga (%)

Variação em cadeia (%)



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

mente, porque os registos modestos de alguns indicadores de sentimento e os problemas do setor industrial no primeiro período do ano sugeriam que o abrandamento do segundo semestre de 2018 se iria manter no 1T. De facto, a economia da Zona Euro tinha passado de taxas de 0,4% em cadeia no início de 2018 para níveis de cerca de 0,2% no final de 2018. Parte desta desaceleração reflete o impacto de um elemento temporário: as perturbações no setor automóvel face à nova norma europeia sobre as emissões. No entanto, a atividade também foi afetada por dois fatores com um caráter mais duradouro: a desaceleração do comércio mundial e fontes de incerteza de natureza política (a resolução do *Brexit*, o conflito em torno da política fiscal italiana ou as tensões comerciais entre os EUA e a China). Neste sentido, à medida que alguns destes fatores comecem a diminuir nos próximos meses, a Zona Euro irá manter um melhor desempenho no segundo semestre do ano. Por países dos quais conhecemos dados, destaque positivo para Espanha, com um crescimento de 0,7% em cadeia (ver a secção de Economia espanhola nesta *Informação Mensal*), e para França (0,3%). O PIB de Itália aumentou 0,2% em cadeia, um valor fraco mas que ocorreu após dois trimestres consecutivos de crescimento em cadeia negativo. Neste contexto, a contenção das pressões inflacionistas da Zona Euro (1,4% homólogo em março, menos 1 décima do que o registo do mês anterior, devido em grande medida à desaceleração da taxa de inflação subjacente para 1,0%) continua a sugerir uma recuperação muito gradual da taxa de inflação em direção à meta indicada pelo BCE (~2%) e reforça a perspectiva de que a instituição vai manter uma política acomodatória nos próximos trimestres.

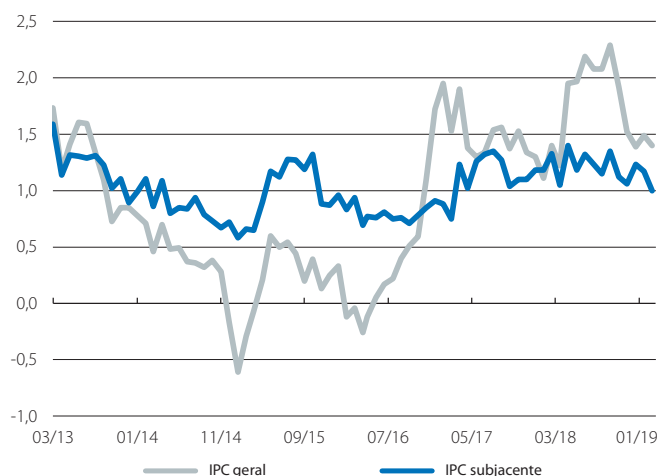
Mantém-se a menor dinâmica de crescimento da Zona Euro no início do 2T. Os PMI da Zona do Euro continuaram sem dar sinais de recuperação em abril e sugerem que a região vai continuar a evoluir com contenção. Especialmente, o PMI composto da Zona Euro manteve-se em níveis modestos (51,3 pontos em abril, após os 51,6 pontos registados em março), tendo dececionado as expectativas do consenso dos analistas. Por setores, o PMI das indústrias continuou em zona de contração (47,8 pontos) e o PMI dos serviços (52,5 pontos) caiu 0,8 pontos. Na mesma linha, o índice de confiança do consumidor piorou ligeiramente em abril, registando -7,7 pontos. É um dado pior do que o esperado e que quebra a tendência de melhoria entre dezembro e março. Assim, no seu conjunto, os dados mais recentes sugerem que a economia da Zona Euro não recuperou ainda das perturbações temporárias que tiveram lugar no início do 2T.

ESTADOS UNIDOS

Surpresa positiva do PIB dos EUA A atividade económica cresceu 0,8% em cadeia (3,2% anualizado) no 1T 2019 e 3,2% em termos homólogos. Isto representa uma melhoria em relação ao trimestre anterior (quando registou 0,5% em cadeia), tendo surpreendido positivamente, dada a existência de três fatores que poderiam afetar negativamente a atividade: (i) o encerramento parcial da Administração Federal em janeiro, (ii) a vaga de frio extremo que assolou o norte do país, e (iii) o facto de o Insti-

Zona Euro: IPC harmonizado

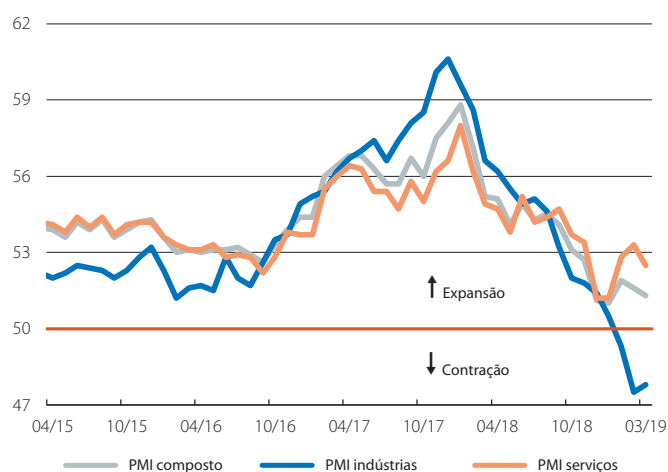
Variação homóloga (%)



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

Zona Euro: indicadores de atividade PMI

Nível

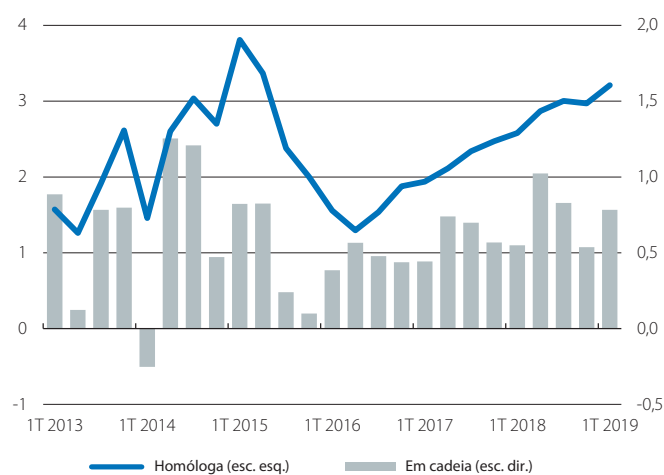


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

EUA: PIB

Variação homóloga (%)

Variação em cadeia (%)



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

tuto Nacional de Estatística norte-americano normalmente subestimar a evolução do PIB dos primeiros trimestres. Por componentes de procura, a aceleração no 1T 2019 foi suportada pela procura externa (devido à melhoria nas exportações e à queda das importações), pelos *stocks* e pelo consumo público. Todos estes elementos deverão perder influência nos próximos trimestres. Pelo contrário, o consumo privado e o investimento empresarial, esteios da procura interna, desaceleraram as suas taxas evolutivas, o que é revelador da desaceleração futura da atividade económica dos EUA. Portanto, e apesar dos dados positivos, é de esperar uma desaceleração na economia norte-americana, embora ligeiramente mais gradual do que a prevista antes da divulgação dos dados: de 2,9% em 2018 para 2,4% em 2019.

As pressões inflacionistas contidas apoiam a paciência da Fed. Embora a taxa de inflação geral tenha recuperado em março, a taxa de inflação subjacente, mais ligada à evolução da atividade económica, permaneceu estável. Em particular, a taxa de inflação geral foi de 1,9% (mais 4 décimas do que o valor do mês anterior), em grande parte devido ao aumento do preço dos combustíveis. Por outro lado, a taxa de inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos, situou-se em 2,0% (2,1% em fevereiro). Este contexto de pressões inflacionistas moderadas apoia a atual estratégia da Fed de permanecer paciente em relação à sua política monetária.

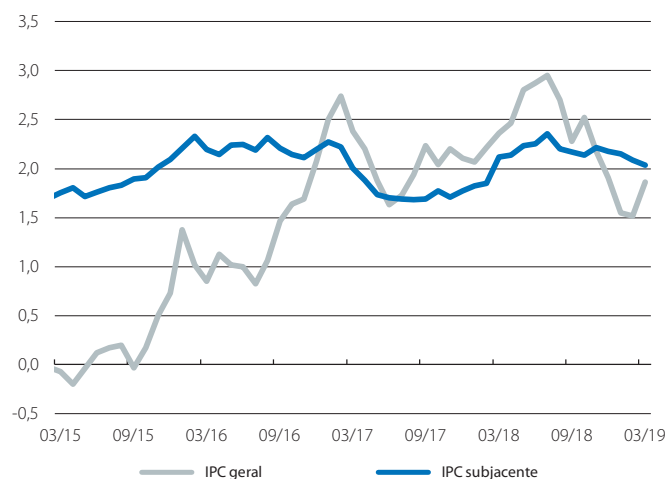
EMERGENTES

A China faz uma pausa na sua trajetória de desaceleração e regista um aumento de 6,4% do PIB em termos homólogos no 1T 2019. Este dado, que coincidiu com o registado no 4T 2018 e situou-se ligeiramente acima do esperado, refletiu a melhoria da atividade industrial: por componentes da oferta, as indústrias aceleraram significativamente o seu crescimento homólogo (de 5,8% no 4T 2018 para 6,1% no 1T 2019), em contraste com os serviços (de 7,6% para 7,0%). Este registo positivo também foi apoiado pela diminuição das tensões comerciais, perante o progresso das negociações entre a China e os EUA, e o impacto positivo das medidas de incentivo monetário e fiscal levadas a cabo pelo governo chinês (descritas na conjuntura da IM04/2019). Assim, estas políticas dissiparam os receios de uma quebra brusca a curto prazo, sendo que para os próximos trimestres espera-se que a economia chinesa desacelere de forma muito gradual, embora a sua transição económica seja complexa e persistam desequilíbrios significativos (como a elevada dívida das empresas).

A economia russa fechou 2018 melhor do que o esperado, mas enfrenta uma desaceleração em 2019. Especificamente, o PIB da Rússia cresceu 2,2% em 2018 devido a um fecho de ano com evoluções superiores às previstas (2,7% homólogo no 4T, em comparação com os 2,2% do 3T). No entanto, em 2019 prevemos que o crescimento desacelere moderadamente para níveis inferiores a 2%. A incerteza política (com a situação na Ucrânia e a ameaça de novas sanções internacionais), um cenário em termos de preço do petróleo no qual se prevê um aumento moderado e o regresso a taxas mais de acordo com o potencial do país, apoiarão esta tendência.

EUA: IPC

Variação homóloga (%)

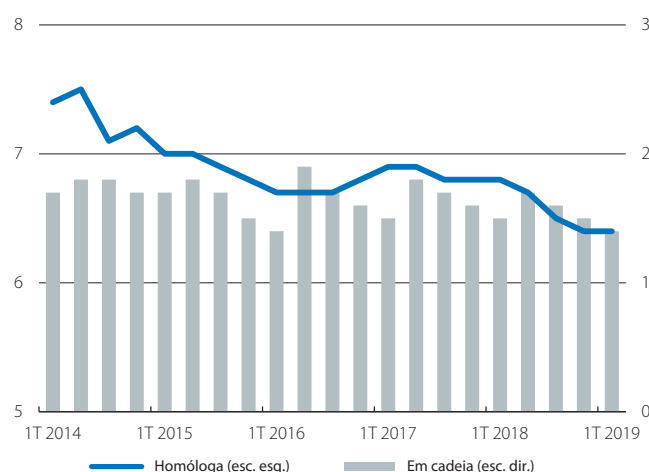


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bureau of Labor Statistics.

China: PIB

Variação homóloga (%)

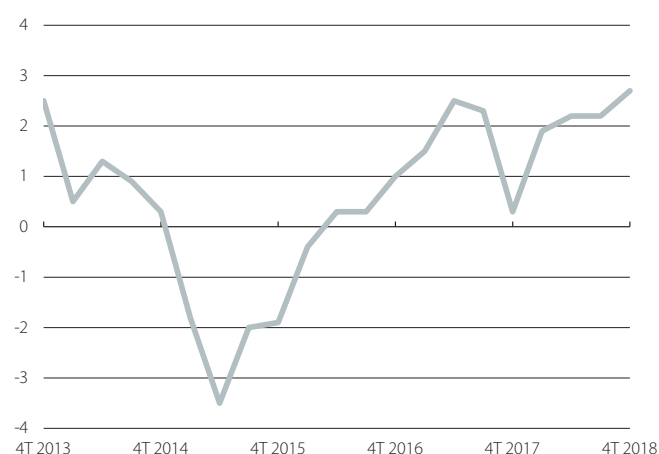
Variação em cadeia (%)



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

Rússia: PIB

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Serviço Federal de Estatísticas da Rússia.

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

ESTADOS UNIDOS

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Atividade									
PIB real	1,6	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	–	3,2	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,2	4,4	5,2	5,4	3,5	4,4	2,8	3,6
Confiança do consumidor (valor)	99,8	120,5	127,1	127,2	132,6	133,6	121,7	131,4	124,1
Produção industrial	–2,0	2,3	3,4	3,4	5,0	4,0	3,7	3,5	2,8
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,3	57,4	59,7	58,7	59,7	56,9	56,6	54,2	55,3
Habitacões iniciadas (milhares)	1.177	1.208	1.317	1.261	1.234	1.185	1.298	1.142	1.139
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	189	200	209	211	212	214	215	215	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,8	4,0	3,8	3,8
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	59,7	60,1	60,3	60,4	60,4	60,6	60,7	60,7	60,6
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–2,8	–2,9	–2,9	–2,9	–3,0	–3,0	–3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,3	2,1	2,2	2,7	2,6	2,2	1,6	1,5	1,9
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,8	1,9	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1	2,0

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Atividade									
PIB real	0,6	1,9	1,2	1,4	0,1	0,3	–	...	–
Confiança do consumidor (valor)	41,7	43,8	44,4	43,7	43,4	42,8	41,8	41,5	40,5
Produção industrial	0,2	2,9	2,0	1,3	–0,1	0,5	0,7	–1,2	–3,0
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	19,0	24,0	21,0	19,0	19,0	–	12,0	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,1	2,8	2,5	2,4	2,4	2,4	2,5	2,3	2,5
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,7	0,5	0,4	0,4	0,1	–0,2	–0,4	–0,3	–0,4
Preços									
Taxa de inflação geral	–0,1	0,5	1,3	0,6	1,1	0,9	0,2	0,2	0,5
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5

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	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Atividade									
PIB real	6,7	6,8	6,8	6,7	6,5	6,4	–	6,4	–
Vendas a retalho	10,4	10,3	9,9	9,0	9,0	8,3	8,2	8,2	8,7
Produção industrial	6,1	6,6	6,6	6,6	6,0	5,7	5,3	5,3	8,5
PMI indústrias (oficial)	50,3	51,6	51,0	51,6	51,1	49,9	49,5	49,2	50,5
Setor exterior									
Balança comercial ¹	512	420	404	377	349	352	373	345	383
Exportações	–8,4	7,9	13,7	11,5	11,7	4,0	9,2	–20,8	14,2
Importações	–5,7	16,3	19,4	20,6	20,4	4,4	–1,5	–5,2	–7,6
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	1,6	2,2	1,8	2,3	2,2	1,7	1,5	2,3
Taxa de juro de referência ²	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,8	6,4	6,4	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7

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.

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,5	1,7	1,8	1,2	1,7	2,2	2,8	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	1,6	3,0	3,1	2,3	0,5	-2,0	-0,7	-0,3	...
Confiança do consumidor	-8,6	-6,0	-4,2	-5,3	-5,7	-6,9	-7,9	-7,4	-7,2
Sentimento económico	104,1	110,1	113,2	111,8	110,9	108,9	106,3	106,2	105,6
PMI indústrias	52,5	57,4	58,3	55,5	54,3	51,7	50,5	49,3	47,5
PMI serviços	53,1	55,6	56,4	54,6	54,4	52,8	51,2	52,8	53,3
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,6	1,6	1,6	1,4	1,3	-	...	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,0	9,1	8,5	8,3	8,0	7,9	7,8	7,8	7,7
Alemanha (% pop. ativa)	4,2	3,8	3,5	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2
França (% pop. ativa)	10,1	9,4	9,2	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8	8,8
Itália (% pop. ativa)	11,7	11,3	10,9	10,7	10,3	10,6	10,4	10,5	10,2
Espanha (% pop. ativa)	19,7	17,2	16,1	15,4	15,0	14,5	14,3	14,2	14,0

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

Preços

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Inflação geral	0,2	1,5	1,3	1,7	2,1	1,9	1,4	1,5	1,4
Inflação subjacente	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0

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

Setor externo

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Balança corrente	3,3	3,5	3,6	3,7	3,4	3,2	3,2	3,1	...
Alemanha	8,4	8,0	7,9	8,1	7,5	7,3	7,2	7,1	...
França	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	...
Itália	2,5	2,6	2,6	2,7	2,6	2,5	2,6	2,6	...
Espanha	2,3	1,8	1,8	1,6	1,3	0,9	0,9	0,8	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,3	96,5	99,6	98,5	99,2	98,5	97,8	97,4	96,8

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.

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2016	2017	1T 2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	01/19	02/19	03/19
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras	1,8	2,5	3,3	3,7	4,2	3,9	3,4	3,8	3,5
Crédito às famílias ^{1,2}	1,7	2,6	2,9	2,9	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ³ (%)	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁴ (%)	1,8	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,0	10,1	9,2	8,0	7,3	7,1	6,4	6,9	7,7
Outros depósitos a curto prazo	-1,8	-2,7	-2,2	-1,5	-1,4	-0,9	-0,8	-0,2	-0,2
Instrumentos negociáveis	2,4	1,4	-5,8	-3,2	-5,6	-3,3	-0,1	-0,2	-4,9
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	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.

Portugal: crescimento favorável, mas com dúvidas no setor externo

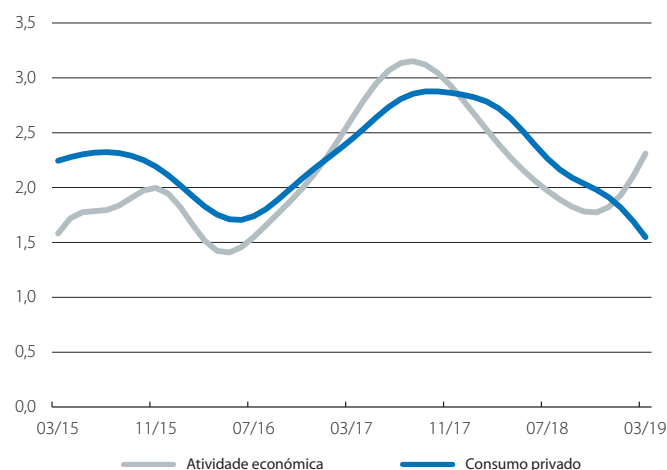
Os indicadores de atividade sugerem um início do ano positivo, apesar de alguns sinais mistos. Na expectativa da publicação do PIB do 1T 2019, o conjunto de indicadores sugere que a atividade manteve um ritmo de evolução favorável durante o primeiro trimestre do ano. Especificamente, o indicador coincidente da atividade elaborado pelo Banco de Portugal, que historicamente costuma apresentar uma boa correspondência com o crescimento do PIB, acelerou para 2,3% em março e situou-se em 2,1% na média do trimestre. Além disso, os dados disponíveis refletem um desempenho positivo do investimento em todas as suas componentes e uma aceleração do volume de negócios tanto no setor das indústrias como no dos serviços, juntamente com uma melhoria dos indicadores de sentimento económico em ambos os setores. Contudo, perante estas dinâmicas positivas também aparecem alguns sinais mistos. Em particular, o indicador coincidente para o consumo privado manteve uma tendência decrescente no 1T 2019, tendo fechado nos 1,5% em março, com uma média trimestral de 1,7% (menos 3 décimas do que no 4T 2018), sugerindo que a evolução do consumo privado pode ter sido menos pujante no início do ano. Por outro lado – conforme detalharemos a seguir – uma nota dissonante continua a ecoar no setor externo, onde os números mais recentes continuam a sugerir um aumento do défice da balança corrente, que afeta parcialmente a capacidade de reduzir a dívida externa.

A deterioração da balança corrente continuou em fevereiro. O défice da balança corrente situou-se em 1.900 milhões de euros (acumulado de 12 meses), equivalente a -1,0% do PIB, o que reflete uma deterioração evidente em comparação com o registo do ano passado (-0,3% do PIB). Esta diferença deveu-se ao adiamento do défice de bens (-7,7% do PIB), dado que tanto a balança dos serviços (+8,2%) como a dos rendimentos (-1,5%) permaneceram praticamente inalteradas. Por sua vez, a balança de capital permaneceu em terreno positivo e compensou largamente o défice da balança corrente (o saldo combinado situou-se em +0,1% do PIB em fevereiro). Neste contexto, é importante ressaltar a importância de preservar um superavit externo que permita continuar reduzir a dívida externa líquida (em 2018, situou-se em 89% do PIB, menos 2,7 p. p. do que o valor de 2017).

Dados positivos da atividade turística no início do ano. No acumulado de janeiro e fevereiro de 2019, o número de turistas estrangeiros cresceu 6,0% em relação ao mesmo período do ano anterior. Por destinos, destaque para a recuperação da chegada de turistas do Reino Unido, com um crescimento significativo de 7,2%, bem como para o forte aumento do número de turistas provenientes dos EUA (25,3% homólogo) e da China (22,1%). Por outro lado, as receitas dos estabelecimentos de

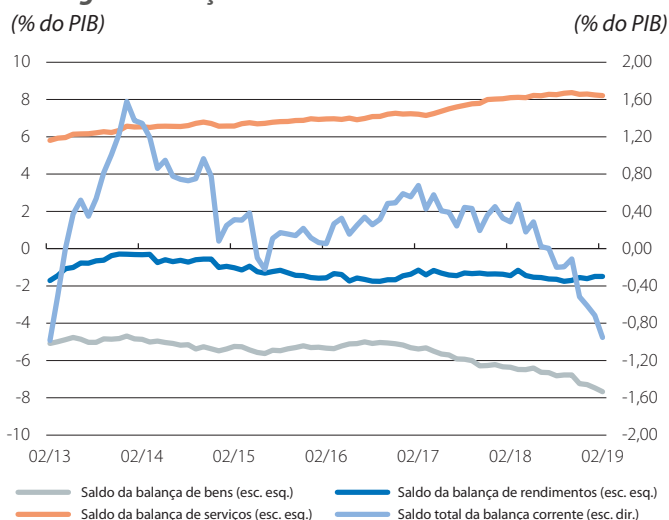
Portugal: indicadores coincidentes de atividade

Variação homóloga (%)



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

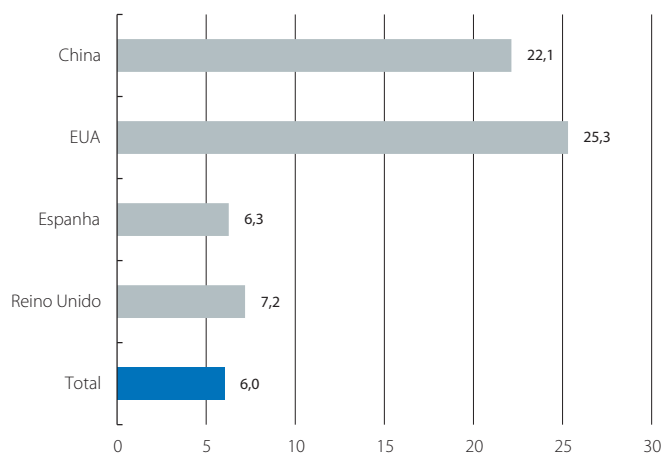
Portugal: balança corrente



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

Portugal: entrada de turistas por origem

Variação homóloga (acumulado janeiro-fevereiro 2019, %)



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

alojamento turístico aumentaram 6,5% em termos homólogos, graças ao aumento do número de turistas, dado que o rendimento médio por quarto disponível registou um crescimento ténue (de 25,3 euros para 25,8 euros).

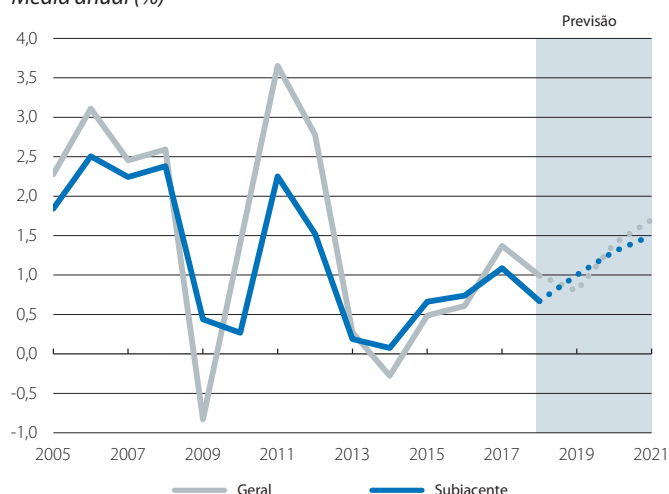
A taxa de inflação permanece em níveis moderados. Em abril, a taxa de inflação geral (medida de acordo com o índice de preços no consumidor) situou-se em 0,8% homólogo, enquanto a taxa de inflação subjacente (que exclui os preços dos alimentos não transformados e da energia, especialmente volátil) situou-se em 0,8%, apenas uma décima superior aos 0,7% de março. Assim, no conjunto dos últimos 12 meses, a taxa de inflação geral registou uma média de 1,0% (a mesma de março).

O endividamento das empresas e das famílias continua a reduzir. Especificamente, o endividamento das empresas não financeiras e das famílias continuou a diminuir no 4T 2018, situando-se em 100,6% do PIB e 66,9% do PIB, respetivamente (representando uma redução de 6,7 p. p. e de 2,2 p. p. em relação ao 4T 2017). Adicionalmente, com respeito aos níveis máximos registados entre 2009 e 2013, a dívida das empresas não financeiras diminuiu 40,8 p. p., enquanto a das famílias diminuiu 25,2 p. p.

A carteira de crédito do setor privado continua a contrair. Em particular, a carteira registou uma queda homóloga de 2,5% em fevereiro, em grande medida explicada pela contração do crédito às sociedades não financeiras (-5,6% homólogo, sendo que teria aumentado 0,5% se fossem excluídas as vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa). Ao mesmo tempo, a carteira de crédito às famílias diminuiu 0,6% homólogo, devido à contração da carteira de crédito à habitação (-1,4% homólogo, explicada pelo facto das novas operações estarem a crescer a um ritmo positivo, embora ainda sejam insuficientes para compensar as amortizações), enquanto o crédito ao consumo continuou a crescer de forma robusta (9,4% homólogo). Por sua vez, o rácio de incumprimento (NPL) do setor privado caiu de 14,6% em 2017 para 10,5% em 2018, devido à diminuição de 29,0% em termos anuais do crédito de cobrança duvidosa. O segmento que mais contribuiu para a melhoria foi o das empresas, cujo crédito de cobrança duvidosa diminuiu em 7.125 milhões de euros durante o ano, situando o rácio de incumprimento das empresas em 18,5% (-6,7 p. p.). A melhoria significativa em termos de incumprimento durante 2018 deve-se, em grande parte, ao maior dinamismo nas vendas de carteiras de crédito de cobrança duvidosa, uma tendência que vai continuar em 2019.

Portugal: inflação (IPC)

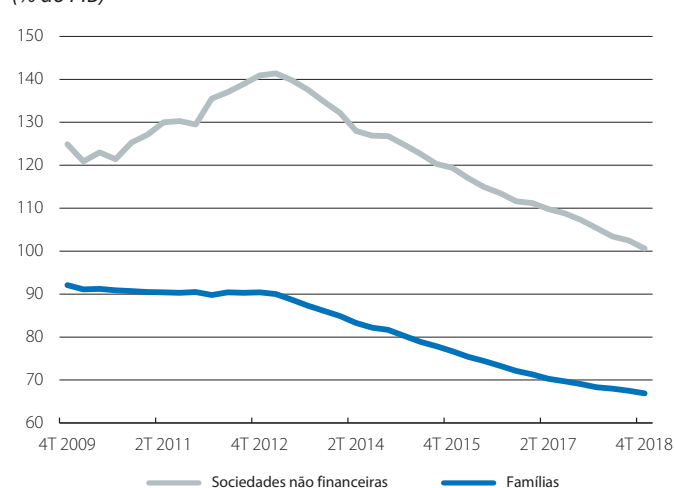
Média anual (%)



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

Portugal: dívida do setor privado

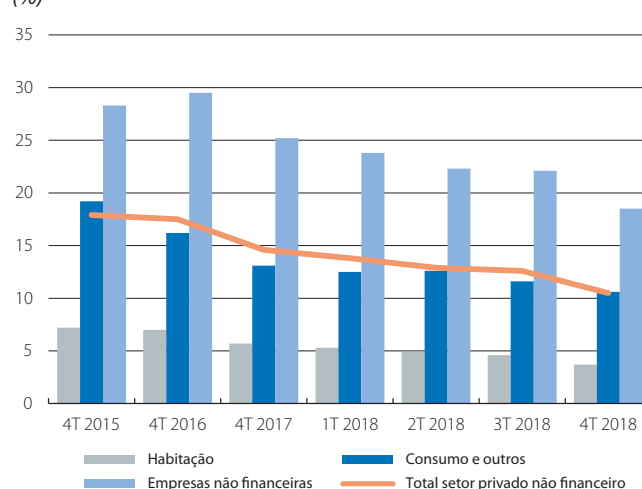
(% do PIB)



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

Portugal: rácio de incumprimento por segmento

(%)



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

Medidas macroprudenciais e posicionamento no ciclo de crédito à habitação

- Em Portugal, o crédito à habitação tem um peso expressivo no endividamento das famílias, pelo que monitorizar a sua evolução torna-se relevante do ponto de vista da estabilidade financeira.
- Apesar da recuperação significativa das novas operações de crédito para aquisição de casa, a carteira de crédito à habitação continua a contrair, devido às amortizações antecipadas.
- Esta evolução deverá manter-se nos próximos meses, antecipando-se que a recuperação futura do crédito à habitação seja gradual e que os critérios de concessão sejam mais saudáveis do que no passado.

O sistema financeiro tende a ser pró-cíclico e o crescimento do crédito tende a acompanhar e a suportar a fase expansionista da economia. Em Portugal, o período entre 1995 e 2000 é um exemplo disso mesmo, em que a economia expandiu 4,0% e o crédito total¹ aumentou 22,1% em média. Esta relação acontece também no sentido inverso, ou seja, a contração da economia é normalmente acompanhada e agravada pela queda do crédito, tal como aconteceu na crise das dívidas soberanas, período durante o qual a economia portuguesa contraiu 2,3%, enquanto o crédito caiu 4,8% em média. Dada esta relação entre os ciclos económicos e financeiros, existem políticas cujo objetivo passa por suavizar as flutuações cíclicas do crédito, promovendo a estabilidade financeira.

O Banco de Portugal decidiu implementar, a partir de julho de 2018, um conjunto de medidas macroprudenciais para novos contratos de crédito à habitação, crédito com garantia hipotecária ou equivalente e crédito ao consumo.² Em particular, estas medidas incluem: (i) limites ao rácio *loan-to-value* (LTV),³ que, no caso de aquisição de habitação própria e permanente, é de 90%; (ii) limites ao rácio *debt service-to-income* (DSTI),⁴ que deverá ser igual ou inferior a 50%, salvo algumas exceções;⁵ (iii) limitar a maturidade dos empréstimos a 40 anos, convergindo gradualmente para 30 anos até final de 2022; (iv) pagamentos regulares de capital e juros (ou seja, sem períodos de carência). Esta atuação tem sido seguida por outros países europeus, como França e Finlândia, com critérios semelhantes ou recorrendo a outros instrumentos. O Banco de Portugal justifica a implementação destas medidas em Portugal com o (ainda) elevado endividamento das famílias

1. Inclui crédito ao sector residente (famílias, Administração Pública, sociedades não financeiras e instituições financeiras não monetárias exceto sociedades de seguros e fundos de pensões) e ao sector não residente.

2. O Banco de Portugal implementou estas medidas sob a forma de Recomendação, o que significa que os bancos não são obrigados a cumprir, mas, neste caso, terão de justificar a sua decisão junto do regulador.

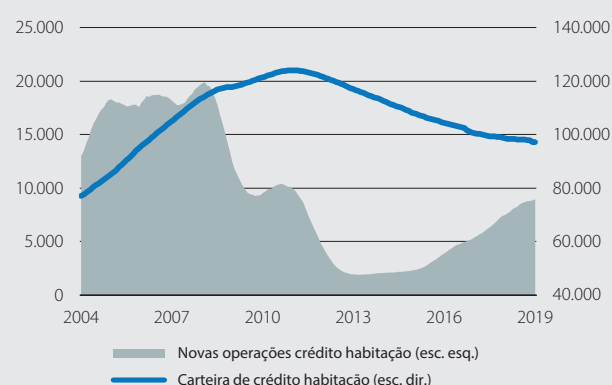
3. Rácio entre o montante do empréstimo e o valor da habitação (determinado pelo mínimo entre o preço da aquisição e o valor da avaliação).

4. Rácio entre a soma das prestações mensais de todos os empréstimos e o rendimento líquido mensal.

5. Até 20% do montante total do novo crédito concedido (por instituição e por ano) pode registar um DSTI até 60%, e até 5% do montante total do novo crédito pode ultrapassar os limites do DSTI.

Carteira e fluxos de crédito à habitação

Acumulado 12 meses (Milhões de euros) (Milhões de euros)



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

lias portuguesas e a reduzida taxa de poupança, o aumento das novas operações de crédito e alguns sinais de maior alívio nos critérios de concessão de crédito. Assim, estas medidas têm como objetivo garantir que o sistema financeiro não assume riscos excessivos e que as famílias não enfrentam elevados encargos com a dívida.

Onde se posiciona Portugal no ciclo de crédito à habitação?

As famílias portuguesas continuam a apresentar níveis de endividamento elevados, apesar da correção dos últimos anos. De facto, em 2018, a dívida das famílias atingiu 66,9% do PIB, uma redução de 25,2 p.p. face ao máximo registado em 2009 (92,1% do PIB), mas, ainda assim, em níveis elevados comparativamente com a média da área do euro (57,6%). Este processo de desalavancagem reflete diferentes dinâmicas nos vários segmentos de crédito às famílias. Por um lado, a carteira de crédito ao consumo tem crescido a ritmos consideráveis (9,4% homólogo em fevereiro de 2019), suportado pela recuperação económica e pelos reduzidos níveis iniciais de crédito; mas, por outro lado, a carteira de crédito à habitação continua a contrair, ainda que de forma menos acentuada (-1,4% homólogo em fevereiro 2019). De facto, o dinamismo das novas operações (11,7% homólogo nos primeiros dois

meses de 2019)⁶ continua a ser insuficiente para compensar as amortizações do crédito à habitação.⁷

A principal fonte de dívida das famílias é o crédito à habitação, representando 73% do total da dívida no 3T 2018. Assim, torna-se relevante do ponto de vista da estabilidade financeira olhar com mais atenção para o que está a acontecer neste segmento de crédito. As novas operações de crédito à habitação têm crescido a ritmos consideráveis, mas, ainda assim, continuam substancialmente abaixo dos níveis anteriores à crise financeira de 2008. Mais concretamente, as novas operações aumentaram 17,9% no acumulado dos últimos 12 meses até fevereiro, atingindo um total de 9.000 milhões de euros. No entanto, o novo crédito (4,3% do PIB) permanece consideravelmente abaixo dos máximos registados há mais de 10 anos (11,2% do PIB em 2007).

Ao mesmo tempo, a maturidade média dos novos contratos de crédito à habitação mantém-se em níveis inferiores aos registados em 2006, altura em que a maturidade dos contratos superava os 35 anos. Ainda assim, é possível assistir a ligeiros aumentos desde 2015, atingindo 33,3 anos em 2017,⁸ um nível ligeiramente superior ao objetivo estabelecido pelo Banco de Portugal para os novos contratos, de 30 anos até 2022. Em comparação com o observado noutros países da Zona Euro, Portugal apresenta uma maturidade média muito superior (por exemplo, em Espanha, a maturidade média dos novos contratos celebrados em 2018 foi de 23,7 anos). A análise da evolução da maturidade média é especialmente importante, já que limita a possibilidade de extensão da maturidade no caso de uma renegociação do crédito e pode prolongar-se para o período de reforma, quando há um corte considerável do rendimento dos indivíduos.

Adicionalmente, é possível assistir a uma redução dos *spreads* médios nos novos contratos de crédito à habitação. Esta tendência é natural no contexto atual de baixas taxas de juro, de maior concorrência entre os bancos, de melhores perspetivas para a economia e para o mercado imobiliário. Ainda assim, e tal como se pode ver no segundo gráfico, os *spreads* médios têm caído desde 2015, mas mantêm-se longe dos níveis mínimos registados antes da crise financeira de 2008. Esta comparação sugere que os bancos continuam a refletir o risco das famílias no custo de financiamento, apesar de estarem a reduzir os *spreads*, o que limita quedas para os níveis reduzidos que se registaram no passado.

A trajetória descendente dos *spreads* tem impacto no rácio DSTI, ou seja, em menores encargos mensais com o

Novos contratos crédito habitação: spread médio*



Notas: * Cálculo do spread usando a Euribor 6 meses, considerando que este indexante é o mais usado no crédito à habitação em Portugal (48,6% dos contratos existentes no final de 2017). Ver Banco de Portugal (2018) «Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho». ** Taxa Anual de Encargos Efetiva Global: inclui também outros encargos para além dos juros.

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

crédito à habitação. Este rácio tem diminuído nos últimos anos, passando de cerca de 35% em 2008 para níveis inferiores a 20% em 2016, devido à maior proporção de contratos a taxa variável (84,8% dos novos contratos de crédito à habitação foram a taxa variável nos primeiros dois meses de 2019), o que implica custos mais baixos atualmente. Esta situação, num cenário de aumento das taxas de juro, poderá ser um risco à estabilidade financeira das famílias. Por fim, apesar de o rácio LTV estar a aumentar desde 2013, continua em níveis inferiores aos de 2006 (LTV médio de 73,2% em 2017, face a 79,6% em 2006). Apesar desta evolução apontar para sinais de maior alívio nos critérios de concessão de crédito, o LTV continua substancialmente abaixo do limite definido pelo Banco de Portugal (90%), reduzindo as perdas potenciais para o sistema financeiro em caso de incumprimento dos devedores.

Em suma, a carteira de crédito à habitação em Portugal continua a cair e assim deverá manter-se nos próximos meses, com o crescimento robusto das novas operações de crédito a ser insuficiente para contrabalançar as amortizações de crédito à habitação. Ainda assim, será possível assistir a uma trajetória de queda menos acentuada do que no passado, um processo que se antecipa que evolua de forma gradual. Perante este cenário, os indicadores que caracterizam o atual estado do ciclo de crédito, a par das medidas implementadas pelo Banco de Portugal, sugerem que não é expectável um crescimento excessivo do crédito às famílias no curto e médio-prazo. Ao mesmo tempo suportam a manutenção de critérios de concessão de crédito mais saudáveis do que no passado, garantindo a estabilidade do sistema financeiro e das próprias famílias.

6. Novas operações ajustadas de renegociações.

7. Ver Banco de Portugal (2018) «Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho». Em 2017, o montante de reembolsos aumentou 29,9% face a 2016.

8. Ver Banco de Portugal (2018) «Relatório de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho».

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Índice coincidente para a atividade	2,9	2,1	1,9	1,8	2,1	1,8	1,9	2,1	2,3	...
Indústria										
Índice de produção industrial	4,0	0,1	-1,6	-1,3	-4,1	-1,3	-2,6	-2,1	-7,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	2,1	0,8	0,6	-0,6	-1,5	-0,6	-1,0	-1,3	-2,3	-3,2
Construção										
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,6	20,3	13,7	20,3	...	20,3	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	20,5	16,8	18,4	9,4	...	9,4	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² - taxação)	5,1	5,8	6,2	6,1	6,9	6,1	6,3	6,8	6,9	...
Serviços										
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	16,0	3,0	6,9	3,5	...	3,0	3,0	2,8	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	13,3	14,1	16,9	12,6	15,4	12,2	15,7	16,0	14,4	12,6
Consumo										
Vendas no comércio a retalho	4,1	4,2	2,6	5,2	4,3	4,2	5,9	5,3	1,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,7	2,4	2,2	2,0	1,7	1,9	1,8	1,7	1,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-0,1	0,6	-0,2	-1,7	-8,3	-2,2	-7,2	-8,3	-9,5	-9,3
Mercado de trabalho										
População empregada	3,3	2,3	2,1	1,6	...	1,5	1,5	1,4	1,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	8,9	7,0	6,7	6,7	...	6,6	6,6	6,5	6,4	...
PIB	2,8	2,1	2,1	1,7	...	1,7	...	...	...	...

Preços

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Inflação geral	1,4	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	0,5	0,9	0,8	0,8
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,8	0,5	0,8	0,6	0,8	1,0	0,7	0,8

Setor externo

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Comércio de bens										
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,3	7,0	5,3	...	5,3	4,8	4,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,5	8,0	8,6	8,0	...	8,0	8,4	8,7	...	...
Saldo corrente	0,9	-1,2	-0,4	-1,2	...	-1,2	-1,4	-1,9	...	...
Bens e serviços	3,5	2,0	3,1	2,0	...	2,0	1,6	1,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-3,2	-3,5	-3,2	...	-3,2	-3,0	-3,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,7	0,9	1,6	0,9	...	0,9	0,7	0,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2017	2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	12/18	01/19	02/19	03/19	04/19
Depósitos¹										
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,4	4,2	...	4,7	5,0	4,7	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	13,6	14,6	...	16,2	14,9	13,4	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-2,1	-3,1	...	-3,3	-2,0	-1,6	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	1,0	-9,9	...	-32,3	-15,7	-12,4	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,2	3,4	...	2,7	4,0	3,9	...	...
Saldo vivo de crédito¹										
Setor privado	-4,0	-1,7	-1,4	-1,8	...	-2,1	-2,7	-2,5	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-3,8	-3,7	-4,5	...	-4,5	-6,0	-5,6	...	...
Famílias - habitações	-3,1	-1,5	-1,2	-1,3	...	-1,7	-1,5	-1,4	...	...
Famílias - outros fins	0,9	4,5	5,8	5,2	...	4,2	3,5	3,4	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	-12,4	-11,6	...	-12,9	-13,5	-13,4	...	...
TOTAL	-3,5	-1,6	-1,9	-2,3	...	-2,6	-3,2	-3,0	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	13,3	...	11,3	...	...	9,4	...	...	...	...

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

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

A economia espanhola mantém o pulso firme

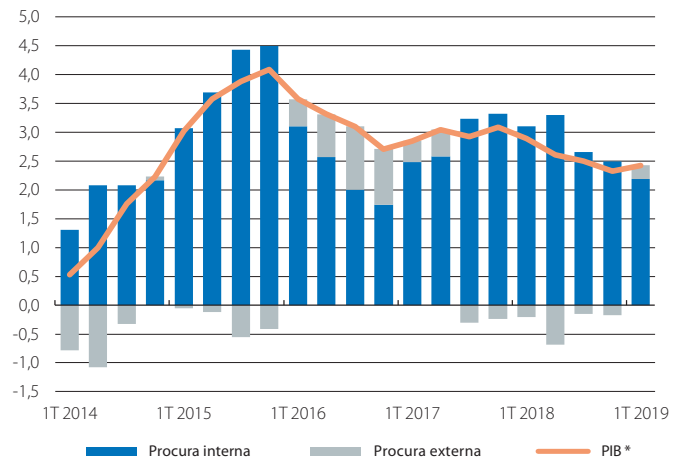
O crescimento ganha força no 1T 2019. De acordo com o INE, o PIB cresceu 0,7% em cadeia no primeiro trimestre do ano (2,4% homólogo), um ritmo superior ao crescimento médio da Zona Euro (0,4% em cadeia). No detalhe por componentes, os dados mostram que a procura interna manteve-se como o principal fator de crescimento, em grande parte impulsionada pelo investimento. Assim, após a queda pontual que ocorreu no 4T 2018 (-0,2% em cadeia), o investimento recuperou fortemente e cresceu 1,5% em cadeia. Além disso, o consumo privado manteve um crescimento sólido, mas ligeiramente mais contido do que no trimestre anterior (-0,1 p. p. para 0,3% em cadeia) e apesar de contrastar com o forte crescimento do emprego evidenciado pelos dados do inquérito à população ativa (EPA), insere-se na normalidade devido à volatilidade inerente da série. Além disso, este dado é coerente com o cenário do BPI Research, que prevê que os consumidores contenham o seu ritmo de despesa em 2019, após terem materializado decisões de consumo durante estes últimos anos, que tinham sido adiadas durante a crise. Por outro lado, em termos de valores em cadeia, a procura externa manteve a melhoria registada no trimestre anterior e contribuiu com 0,2 p. p. para o crescimento do PIB. No entanto, esta contribuição deveu-se ao facto das importações terem caído mais do que as exportações (-1,1% e -0,5 em cadeia, respetivamente). Assim, podemos observar que os fluxos comerciais continuam moderados, como seria de esperar no atual contexto de tensões comerciais e de crescimento mais contido na Zona Euro. No seu conjunto, a incorporação deste dado levou-nos a rever em alta a previsão de crescimento do PIB para 2019 em 0,2 p. p. para 2,3%.

Os indicadores de atividade mantêm uma tendência positiva. Embora ainda não tenham sido divulgados os dados de atividade para o segundo trimestre do ano, os últimos indicadores disponíveis mostram que a atividade tem vindo a evoluir favoravelmente ao longo do ano. Assim, o PMI para o setor dos serviços recuperou em março de 2,3 pontos para 56,8 pontos, o maior valor desde fevereiro de 2018, tendo o indicador homólogo do setor das indústrias aumentado 1 ponto para 50,9 pontos, apesar de ainda se manter contido. Por outro lado, as vendas a retalho de março cresceram 1,7% homólogo, mais 0,3 p. p. do que em fevereiro e acima da média de 2018 (0,7%). Por fim, o dado mais modesto veio do lado da produção industrial, que permaneceu estagnada (-0,2% homólogo). Este valor reflete, pelo menos em parte, o mau momento que o setor automóvel está a atravessar, que continua a acusar as mudanças a nível europeu na regulação do setor e a menor força da procura externa.

Mercado de trabalho: um pilar do crescimento. O mercado de trabalho teve um desempenho muito positivo no primeiro trimestre do ano, como mostra o facto da criação de emprego ter aumentado 0,2 p. p. para 3,2% homólogo (597.000 postos de trabalho criados nos últimos 12 meses), o maior ritmo dos últimos três anos. Por sua vez, os dados mais recentes do inquérito

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

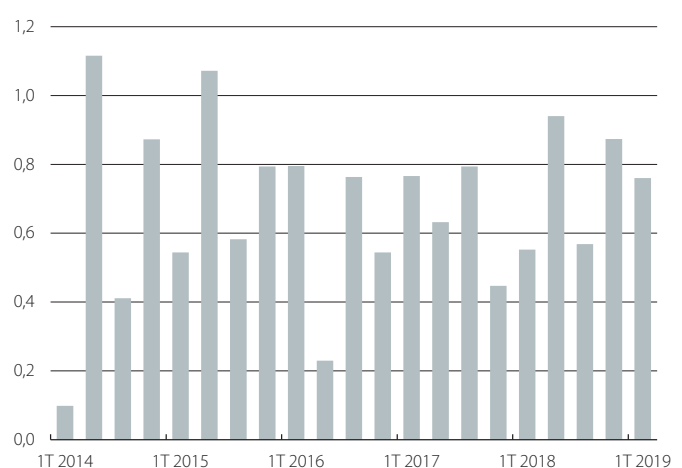


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: emprego *

Variação em cadeia (%)

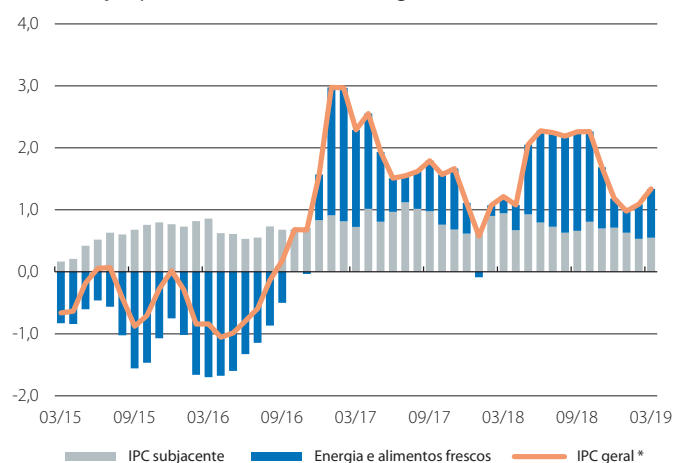


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento homólogo (%)



Nota: * Variação homóloga.

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

trimestral do custo da mão de obra confirmaram a ligeira tendência ascendente dos salários. Mais especificamente, o custo da mão de obra por hora efetiva aumentou 1,4% em 2018 (0,0% em 2017). Da mesma forma, os aumentos salariais acordados nas convenções coletivas situaram-se em 2,2% em março, mais 0,7 p. p. do que o valor registado em março de 2018. Assim, o dinamismo do mercado de trabalho contribui para manter um bom clima de confiança e aumentar o rendimento bruto disponível das famílias.

Ligeira recuperação da taxa de inflação em março. A taxa de inflação geral situou-se em 1,3% em março em termos homólogos (1,1% em fevereiro) e aumentou pelo segundo mês consecutivo após três meses de moderação. No entanto, isto não se refletiu na taxa de inflação subjacente, que permaneceu em 0,7%. Por outras palavras, o aumento da taxa de inflação deveu-se exclusivamente às componentes não subjacentes e, mais especificamente, aos preços dos combustíveis e da eletricidade.

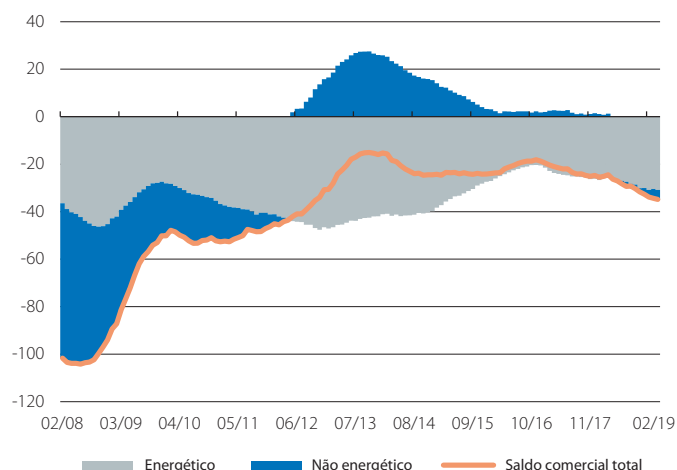
Os bens não energéticos continuam a afetar o superavit da balança corrente. O saldo da balança corrente situou-se em 9.380 milhões de euros em fevereiro de 2019 (0,77% do PIB), 1,0 p. p. abaixo do registo de fevereiro de 2018 (1,79% do PIB). Por componentes, 7 décimas desta quebra explicam-se pela deterioração da balança de bens, das quais 4 correspondem a bens não energéticos e 3 ao aumento do preço do petróleo. Por sua vez, o menor superavit dos serviços deveu-se à perda de 3 décimas, distribuídas em proporções iguais entre os serviços turísticos e os não turísticos. Finalmente, a balança de rendimentos (-1,1%) permanece praticamente sem alterações graças a condições financeiras mais permissivas que mantêm o custo da dívida externa sob controlo.

Ligeira deterioração do défice das Administrações Públicas (A.P.). Os dados da execução orçamental disponíveis até fevereiro refletem um agravamento das contas públicas para o conjunto das A.P., excluindo os organismos locais. Assim, no acumulado dos dois primeiros meses do ano, o défice público aumentou 1 décima em relação ao registo de fevereiro de 2019, situando-se em 0,95% do PIB. No entanto, convém destacar que este resultado é afetado por vários fatores extraordinários, tanto no lado das receitas como no das despesas (efeitos contabilísticos, eliminação temporária do imposto sobre o valor da produção elétrica e devoluções relacionadas com a licença por maternidade, entre outras). Por sua vez, o défice estatal, do qual dispomos de dados até março, situou-se em 0,54% do PIB, mais 2 décimas do que o registo de março de 2018.

Continua a desalavancagem do setor privado. Em 2018, a dívida das famílias e das empresas não financeiras situou-se, respetivamente, em 58,9% e 93,2% do PIB, menos 2,2 e 3,2 p. p. do que os registos de 2017. Desta forma, a dívida das famílias já se encontra perto da média da Zona Euro (57,6%), enquanto a das empresas não financeiras permanece claramente abaixo (média da Zona Euro de 105,9%). Esta redução sustentada da dívida pelo sexto ano consecutivo mostra que a economia espanhola está numa posição mais saudável. Para os próximos trimestres, prevemos que a dívida do setor privado continue a cair, embora com ritmos mais moderados.

Espanha: saldo comercial

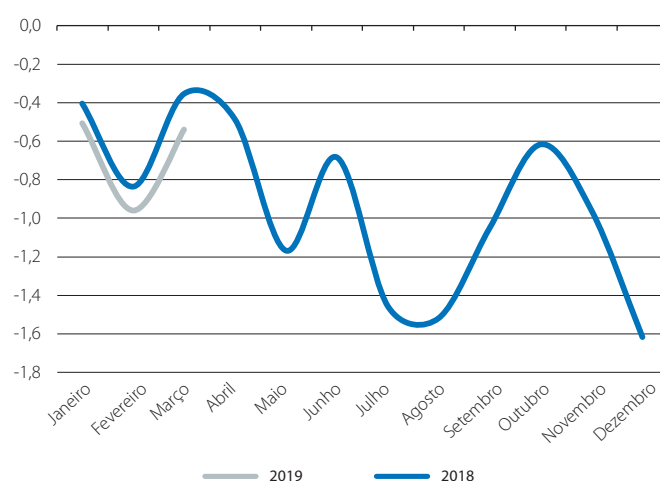
Acumulado de 12 meses (milhares de milhões de euros)



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

Saldo do Estado

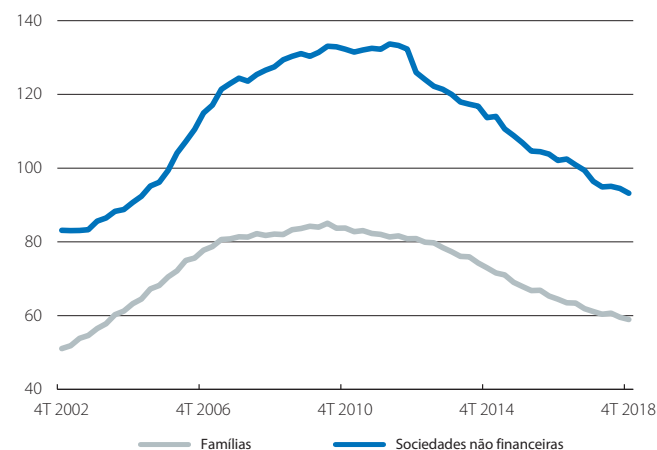
(% do PIB)



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

Dívida do setor privado

(% do PIB)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Indústria									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	1,1	0,5	-2,7	...	-0,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	1,2	-2,6	-1,9	-3,8	-5,2	-2,2	-4,9
PMI da indústria (valor)	54,8	53,3	53,7	52,4	51,8	...	49,9	50,9	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	28,1	25,8	23,9	...	25,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	13,9	15,7	13,2	11,0	...	7,2	...	...
Preço da habitação	6,2	6,7	6,8	7,2	6,6	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	5,3	1,5	0,9	-1,4	1,1	...	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	55,8	52,6	54,0	55,3	54,5	56,8	...
Consumo									
Vendas a retalho	1,0	0,7	0,0	-0,4	1,4	1,4	1,4	1,7	...
Indicador coincidente do consumo privado	7,9	7,6	9,2	17,0	-7,6	-7,0	-8,8	-4,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-3,0	-3,7	-6,2	-4,8	-5,4	-2,0	-6,1
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,6	2,7	2,8	2,5	3,0	3,2	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	15,3	14,6	14,4	14,7	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,6	3,1	3,1	2,9	3,0	2,9	2,9	2,9	...
PIB	3,0	2,6	2,6	2,5	2,3	2,4	-	-	-

Preços

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Inflação geral	2,0	1,7	1,8	2,2	1,7	1,1	1,1	1,3	1,5
Inflação subjacente	1,1	0,9	1,0	0,8	0,9	0,7	0,7	0,7	...

Setor externo

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	5,2	4,5	2,9	...	2,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	6,9	6,2	5,6	...	5,2	...	...
Saldo corrente	21,5	11,3	18,7	15,0	11,3	...	9,4	...	...
Bens e serviços	33,6	23,5	30,3	26,7	23,5	...	22,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-12,1	-12,3	-11,6	-11,7	-12,3	...	-13,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	24,2	17,6	21,9	18,8	17,6	...	15,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2017	2018	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	02/19	03/19	04/19
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	2,8	3,2	3,0	3,4	3,7	5,1	5,5	5,4	...
À vista e poupança	17,6	10,9	11,0	10,3	10,0	11,1	11,6	11,2	...
A prazo e com pré-aviso	-24,2	-19,9	-20,7	-18,7	-16,8	-13,7	-13,7	-12,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-8,7	15,4	17,6	10,4	16,9	17,8	16,4	19,6	...
TOTAL	1,9	3,8	3,8	3,8	4,5	5,8	6,2	6,2	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,2	-2,4	-2,8	-2,3	-2,2	-2,1	-2,3	-1,4	...
Empresas não financeiras	-3,6	-5,5	-6,4	-5,6	-5,7	-5,5	-6,0	-3,4	...
Famílias - habitações	-2,8	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,2	-1,1	-1,1	...
Famílias - outros fins	3,7	5,1	5,0	5,5	4,7	4,0	4,4	3,2	...
Administrações públicas	-9,7	-10,6	-9,4	-8,9	-11,8	-10,3	-11,4	-8,4	...
TOTAL	-2,8	-2,9	-3,2	-2,7	-2,8	-2,6	-2,8	-1,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	7,8	5,8	6,4	6,2	5,8	5,7	5,8	5,7	...

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

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

Perspetivas da economia europeia a médio prazo: menor crescimento, mas com margem de melhoria

- O crescimento da Zona Euro nos próximos anos será inferior ao do anterior ciclo de expansão.
- Existem fatores estruturais (produtividade reduzida, envelhecimento e desequilíbrios no mercado de trabalho) que limitarão as perspetivas económicas a médio prazo.
- Os *buffers* da Zona Euro melhoraram depois da crise, mas a persistência de alguns desequilíbrios vai dificultar a sua reconstrução plena.

Perspetivas económicas a médio prazo: menor crescimento

Para além das flutuações cíclicas a curto prazo, o que podemos esperar da economia europeia a médio prazo? Esta questão é particularmente relevante devido ao abrandamento da atividade europeia nos últimos trimestres e à expectativa de que o crescimento vai continuar a evoluir a um ritmo mais moderado nos próximos meses (esperamos que o crescimento da Zona Euro seja inferior a 1,5% em 2019, após os 2,5% de 2017 e 1,8% de 2018).

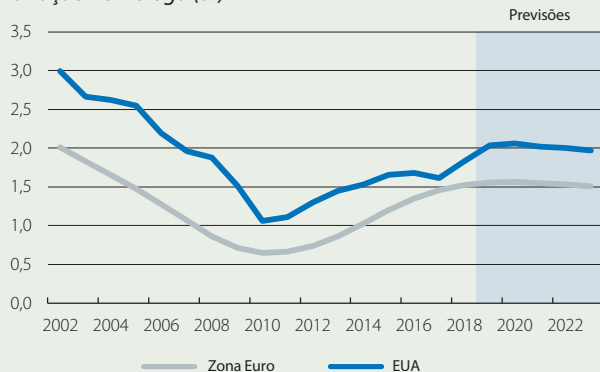
De facto, como é possível observar no primeiro gráfico, o crescimento da economia europeia seguiu uma trajetória descendente desde 2017 e, nos dois últimos trimestres de 2018, situou-se claramente abaixo do seu potencial, uma situação que não ocorria desde a crise da dívida soberana de 2012. Esta tendência descendente foi em grande parte condicionada por uma cadeia de choques adversos (tensões comerciais, o *Brexit*, greves, meteorologia, problemas no setor automóvel, etc.), mas face à elevada sensibilidade demonstrada pela economia europeia perante estes choques precisamos de analisar o quão sólidos são os fundamentos nos quais a atividade se assenta. Olhando para o futuro, esperamos que nos próximos anos o crescimento da Zona Euro seja positivo – devido à robustez da procura interna – mas moderado, e que se situe abaixo do ciclo de expansão anterior (crescimento de 2,2% entre 2000 e 2007).

Além disso, os riscos apresentam uma tendência descendente. Por um lado, o menor apoio do contexto externo, devido à desaceleração da procura global, vai dificultar que as exportações cresçam novamente a um ritmo elevado nos próximos anos. Por outro lado, a incerteza política veio para ficar e permanecerá bem presente, seja devido ao *Brexit* ou à polarização política. Esta tendência pode ser observada na evolução do índice de incerteza construído pelos académicos Baker, Bloom e Davis para a Zona Euro: entre 2017 e 2018 atingiu os 215 pontos, ligeiramente acima da média de 2013-2016 (192) e muito superior à média do ciclo de expansão anterior (100 pontos de média em 2000-2007).

Para poder verificar mais pormenorizadamente as perspetivas económicas da Zona Euro a médio prazo, um bom guia é analisar o seu PIB potencial: o que a economia europeia pode produzir de forma sustentada, ou seja, sem criar pressões que afastem a taxa de inflação do seu objetivo ou de outros desequilíbrios.

PIB potencial *

Variação homóloga (%)

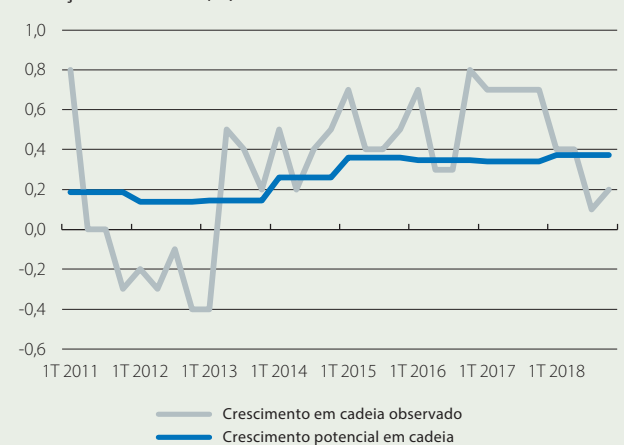


Nota: * Estimativas próprias para a Zona Euro a partir de um filtro de Hodrick-Prescott com os dados de crescimento económico da Zona Euro e as previsões do BPI Research. Estimativas dos EUA do Congressional Budget Office (CBO).

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

Zona Euro: PIB

Variação em cadeia (%)



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

No segundo gráfico podemos ver que, de acordo com as nossas estimativas, o crescimento potencial da Zona Euro situar-se-á nos próximos cinco anos em níveis de cerca de 1,5%. São níveis significativamente menores do que no período pré-crise (ligeiramente acima de 2,0%) e também abaixo da nossa previsão para os EUA (1,9%).

Quais são os fatores que estão por trás deste padrão de crescimento mais moderado? Encontramos a resposta numa série de fatores estruturais que limitarão o crescimento a médio prazo. Trata-se fundamentalmente da evolução da produtividade, da demografia, do investimento e de alguns desequilíbrios no mercado de trabalho.

Começando pela produtividade, de acordo com as estimativas da Comissão Europeia, o crescimento médio entre 2018 e 2020 da produtividade total dos fatores será de 0,7%, mas com tendência decrescente (embora em linha com a média de 0,73% dos últimos 20 anos, excluindo os anos da crise) e inferior ao previsto para os EUA (média de 1,1% entre 2018 e 2028). Neste sentido, uma das perturbações que

prejudica o dinamismo da produtividade é a difusão: estudos mostram que a produtividade cresce nas empresas que já são mais produtivas, mas não se filtra para o resto da economia.¹

Em termos demográficos, o impacto do envelhecimento da população começará a notar-se. Não é por acaso que se estima que a taxa de dependência² aumentará em 5,4 p. p. entre 2017 e 2026 devido à reforma dos *baby boomers*, até atingir um número que irá praticamente duplicar o do período 2009-2017. Sem dúvida que o envelhecimento da população terá um impacto no crescimento económico, devido à diminuição da mão de obra. Além disso, este fenómeno também pode reduzir o crescimento da produtividade europeia, medida pela produtividade total dos fatores.³

No respeitante ao investimento, é uma das componentes que demonstrou um maior dinamismo em termos de recuperação económica. No entanto, espera-se que o crescimento desacelere nos próximos anos (após um crescimento de 3,3% em 2018, o BCE prevê um crescimento de 2,2% em 2019-2021, menos 0,6 p. p. em comparação com o crescimento em 2000-2007), devido ao impacto moderado da incerteza geopolítica sobre o sentimento empresarial e a uma restrição gradual das condições financeiras.

Finalmente, calcula-se que o desemprego estrutural na Zona Euro permaneça ainda em níveis relativamente elevados (a Comissão Europeia projeta uma taxa de 7,8% em 2020). O facto de isto contrastar com o aumento das dificuldades das empresas para preencher os seus postos de trabalho disponíveis com trabalhadores que possuem as qualificações desejadas, é sinal de que existem discrepâncias entre a procura e a oferta de competências no mercado de trabalho que podem limitar a produção no futuro: em 2030 apenas 36,5% dos trabalhadores da UE serão altamente qualificados, mas espera-se que 4 em cada 5 novos empregos criados exigirão qualificações elevadas, em grande parte devido ao processo de mudança tecnológica.⁴ Daí a importância de melhorar o capital humano dos trabalhadores.

Análise dos mecanismos da Zona Euro para acomodar os riscos que enfrenta

Além do crescimento potencial, é importante analisar as capacidades da Zona Euro para enfrentar os próximos anos e estar bem equipada para fazer face à próxima recessão com garantias. Como veremos, ocorreram avanços significativos após a crise, mas para os próximos anos deparamo-nos com perspectivas de avanços muito lentos, porque os *buffers* nas suas várias dimensões (fiscal, posição externa e política monetária) estão a ser reconstruídos lentamente e com um desenho institucional incompleto (para uma análise exaustiva sobre este fator, ler o seguinte artigo «Integração europeia: os próximos cinco anos... e as décadas seguintes» neste mesmo Dossier).

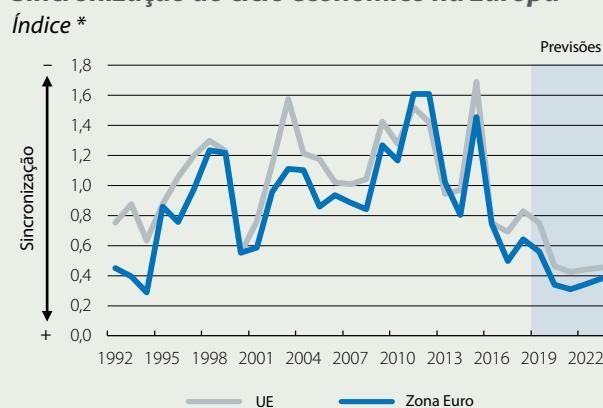
Em relação às finanças públicas, a dívida pública diminuiu moderadamente (de 94% do PIB em 2014 para uma projeção de 83% em 2020 por parte da Comissão Europeia) graças ao crescimento económico e a condições financeiras permissivas (e não por causa de uma maior consolidação fiscal), mas ainda se mantém em níveis elevados e acima do limiar de segurança que um dos critérios do Tratado de Maastricht estabelece em 60%. Além disso, a heterogeneidade entre países é elevada, sendo que a maior parte dos periféricos possui níveis de endividamento público acima dos 90%, reduzindo a margem de implementação de políticas anticíclicas, caso seja necessário, especialmente devido à ausência de avanços em termos de maior integração fiscal.

No que toca à posição externa, a Comissão Europeia espera que o conjunto da Zona Euro mantenha um superavit da balança corrente de mais de 3% nos próximos dois anos, embora este valor oculte novamente heterogeneidades importantes: alguns países (como a Alemanha ou a Holanda) mantêm superavits consideráveis, enquanto a periferia, após uma correção muito significativa, regista situações mais próximas do equilíbrio. Neste sentido, será importante para os países periféricos manter níveis de competitividade que lhes permitam consolidar os superavits externos e reduzir a sua dívida externa.

Finalmente, ao nível da política monetária, seria desejável aumentar as taxas de juro quando as circunstâncias assim o permitirem para dispor de reservas adicionais que permitam reduzir as taxas de juro quando a situação económica piorar. Neste sentido, não é conveniente manter as taxas de juro em níveis tão baixos como os atuais para além do estritamente necessário, embora os dados indiquem que a normalização monetária será efetuada a um ritmo muito lento e que não podemos contar com uma grande flexibilidade em termos de política monetária.

As assimetrias elevadas nas taxas de crescimento dos vários países durante a última crise económica (ver no último gráfico a queda da sincronização na crise financeira) já demonstraram as limitações existentes para fornecer uma resposta ao nível da política económica comum que possa funcionar de forma generalizada. Infelizmente, a reconstrução incompleta dos *buffers* e a falta de avanços substanciais em termos institucionais sugerem que as capacidades para lidar com os choques adversos ainda não são suficientemente robustas e que o atual padrão de crescimento será vulnerável, se não forem tomadas medidas, ao aparecimento de novos choques.

Sincronização do ciclo económico na Europa



Nota: * Soma ponderada dos desvios padrão de cada país menos o crescimento médio da UE ou da Zona Euro. Como método de ponderação, utilizamos o peso de cada país em termos de PIB nominal.

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

1. Ver Andrews, D., Criscuolo, C. e Gal, P. (2016). «The global productivity slowdown, technology divergence and public policy: a firm level perspective», Hutchins Center Working Paper.

2. Proporção da população com mais de 65 anos em relação à que se encontra em idade ativa, entre os 16 e os 64 anos.

3. Ver Aiyar, S., Ebeke, C. e Shao, X. (2016). «The impact of workforce aging on European productivity», IMF Working Papers.

4. Ver Chatzichristou, S. (2018), «The future of skills: what does data tell us?», apresentação da European Center for the Development of Vocational Training.

Integração europeia: os próximos cinco anos... e as décadas seguintes

- Dão-se as condições básicas para um novo avanço no processo de integração europeia, mas é improvável que isto aconteça nos próximos cinco anos.
- A Zona Euro avançará para completar o seu quadro institucional, especialmente no âmbito da união bancária.
- Ao nível da defesa, da relação com a China e a migração, está a ser estabelecida a base política que visa uma tomada de decisões conjunta (embora a mesma ainda esteja longe de ser levada a cabo).

Um momento desafiante

A UE enfrenta anos decisivos – nisto estamos de acordo – e delinear o futuro é hoje em dia, mais do que nunca, tão difícil como essencial. Para enfrentar este exercício ambicioso, para já vamos tentar esboçar uma descrição estilizada, que poderia ser a seguinte. Num momento de mudanças na ordem global, sem precedentes nas últimas décadas, a principal potência hegemónica, os EUA, está a considerar rever o seu papel no sistema global e reduzir a sua vinculação, de uma forma ainda pouco definida, com as instâncias multilaterais que definiram a ordem institucional liberal. Igualmente, os EUA e o seu principal rival parecem estar mais em vias de colisão do que cooperação, sendo que, neste contexto, a Europa questiona-se sobre o seu papel no mundo. A situação económica está na vanguarda do debate, pois a Europa encapsula muitas das dificuldades de lidar com as mudanças estruturais que afetam as economias industrializadas. Finalmente, a crescente polarização política possui um importante campo de expressão nas críticas ao próprio projeto de integração europeia. É-vos familiar esta música? «Certamente», dirão vocês, pois sintetiza (pelo menos em parte), algumas das características do presente.

No entanto, o que estamos a descrever é, de facto, a situação da Comunidade Económica Europeia no início dos anos 70. Naquela época, a retirada do multilateralismo dos Estados Unidos assumiu a forma do colapso do sistema Bretton Woods e do padrão ouro em 1971. Foram tempos difíceis. Os EUA estavam a perder a Guerra do Vietname e o país estava a debater a forma de lidar com os seus problemas, com o qual a tentação de assumir uma posição isolacionista era uma opção poderosa. O rival do qual falávamos anteriormente, sem o nomear, era naturalmente a União Soviética. Sabemos agora que naquela altura era um gigante político com pés de barro. No entanto, nessa época isto não era perceptível e o debate que se dava na Europa assentava em como aumentar a cooperação com a URSS e os seus parceiros sem comprometer a defesa que pretendia os EUA. Basicamente, em termos económicos, as pressões subjacentes eram como gerir as mudanças importantes no lado da oferta ou, por outras palavras, como passar da industrialização para os serviços. Esta gestão tornou-se totalmente prioritária a partir do momento em que começaram a ocorrer os choques do petróleo nos anos seguintes. Finalmente, a confluência de uma maior polarização e de crítica do projeto europeu resumiu-se, então, à expressão «eurosclerose». O que teríamos dito naquela altura sobre as perspetivas imediatas da integração europeia? Provavelmente não teríamos sido muito otimistas, não é verdade?

Por outro lado, nas duas décadas seguintes deram-se alguns dos avanços mais importantes na história da integração europeia. Assim, a Comunidade Económica Europeia passou a denominar-se Comunidade Europeia, para mais tarde reformular-se como União Europeia. Uma União de 9 membros tornou-se na Europa dos 15, para posteriormente o alargamento a Leste ter dado origem à atual UE de 28 membros. A integração económica, alcançada timidamente através do mercado comum, transformou-se num mercado interno muito mais completo. Finalmente, foi criada a atual União Económica e Monetária (UEM). Em suma, os anos oitenta e noventa foram uma autêntica época dourada da integração europeia.

As lições do passado

Esta pequena retrospectiva para o leitor comparar eventos atuais com a situação de há cinco décadas atrás possui uma maior substância do que a aparente conclusão de que o excesso de pessimismo, no passado, era um mau vaticinador do que se seguiria. Sendo isto verdade, o que expomos aqui é que os fatores que ocorreram naquela época poderiam ser semelhantes a alguns elementos que estão ativos hoje em dia. Para extrair todo o potencial a este pequeno exercício de comparação, vamos começar primeiro por descrever o que entendemos por integração europeia. Embora a integração seja um processo multidimensional e, portanto, difícil de reduzir a uma única medida, podemos captar a essência da experiência europeia através de um indicador de integração dos países da UE. Como é possível observar no gráfico em anexo, o projeto europeu seguiu uma tendência sustentada a caminho de uma maior integração (sem retrocessos), que por vezes acelerou com avanços significativos. Quais são os fatores que explicam esta dinâmica?

Em primeiro lugar, opera o mecanismo que podemos denominar de endógeno ou «funcionalista». Por intermédio deste mecanismo, a integração que se inicia em áreas de natureza relativamente técnica, como o aço, o carvão ou o comércio, expande-se

para outras áreas complementares, como a harmonização de regulamentações ou a liberdade de circulação dos fatores produtivos. Em segundo lugar, outro elemento são as mudanças na configuração da ordem mundial. Assim, a bipolaridade desenvolvida após a Segunda Guerra Mundial (1945) deu lugar à unipolaridade que se seguiu à queda do Muro de Berlim (1989) e à atual multipolaridade emergente. Estas mudanças no sistema de governação global, apesar de serem pouco frequentes, significaram no passado que a UE teve que desenvolver novas competências como agente global. O terceiro fator que influenciou o progresso da integração europeia no passado é a existência de mudanças económicas que exigem uma capacidade de reforma estrutural. Estas mudanças podem ser profundas e extensas ao longo do tempo, como a terceirização que mudou a estrutura produtiva das economias europeias nos anos setenta e oitenta, ou mais pontuais, como as duas recessões de 2008-2009 e 2012-2013. Perante estas transformações económicas, a integração

europeia desempenhou um papel em dois níveis diferentes. Por um lado, a experiência mostrou que, muitas vezes, o desgaste político que pressupõe levar a cabo as reformas necessárias é mais internamente aceitável se for explicado como resultado das necessidades de uma instância supranacional. Por outro lado, e certamente mais importante, muitos dos processos de mudança estrutural requerem respostas de políticas públicas que apenas são ótimas em termos supranacionais.

Agora estamos em condições de analisar as duas «décadas douradas» da integração europeia. Assim, como é possível observar no gráfico, a necessidade de garantir que o recém-nascido mercado comum de 1968 sobrevivesse aos choques da oferta dos anos setenta e ao abandono das taxas de câmbio fixas criou uma primeira tentativa de integração monetária, o Sistema Monetário Europeu, cujo funcionamento foi estável em determinados períodos, mas volátil noutros. Esta disfunção criou a necessidade de um modelo de integração monetária mais completo, a atual UEM. Além disso, ao longo da complicada década de 80, as economias europeias enfrentaram simultaneamente uma forte mudança no modelo produtivo, dentro do contexto de choques do petróleo referido anteriormente e da entrada na complexa situação de estagflação. Isto tornou evidente a necessidade de avançar em termos de integração económica e de transformar o mercado comum no mercado interno atual. O mercado interno exigiu um esforço sem precedentes para liberalizar e também evitar a ameaça de desvalorizações competitivas de forma definitiva, que por sua vez tornou a UEM num complemento indispensável.

Desta vez não é diferente (talvez)

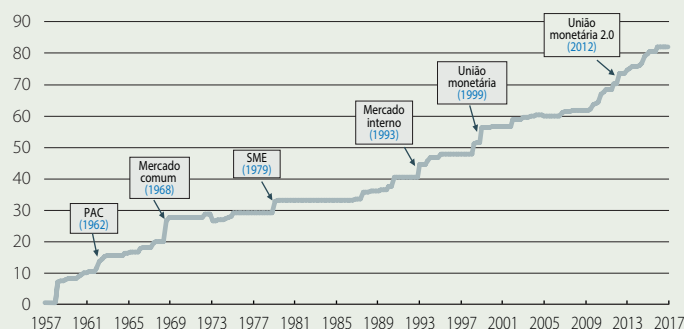
Até aqui efetuámos um exercício de comparação histórica. Se aceitarmos que fomos capazes de explicar razoavelmente o passado, o que podemos dizer sobre o futuro? Tal como é possível depreender no início deste artigo, a premissa básica é que deparamo-nos novamente com fatores que, no passado, resultaram em avanços no processo de integração europeia.

Quais são estes fatores? Em primeiro lugar, talvez o elemento mais significativo seja a mudança de polaridade global com a transição para um mundo multipolar, claramente assimétrico: os EUA vão continuar a ser (certamente durante muito tempo) o poder hegemónico, mas a ascensão da China e o ativismo de muitas potências médias como a Rússia e a Índia, ainda se distancia muito do denominado «momento unipolar» da década de 90. Anteriormente referimos que, no passado e dentro de um contexto semelhante, a Europa foi assumindo gradualmente o seu papel de agente global. Fê-lo de uma forma por vezes hesitante, outras vezes com pouca convicção, mas ao fim e ao cabo de forma inevitável. É provável que agora também esteja a ser seguido um caminho hesitante. Em segundo lugar, outro elemento que parece que se repete são as dinâmicas de longo prazo que afetam a economia. Se antes foi a terciarização, desta vez é o avanço tecnológico que acarreta a digitalização, a transição demográfica e as mudanças climáticas. A resposta natural a estas três áreas deveria ser efetuada a partir de uma dimensão transnacional, algo que a UE já está e vai continuar a fazer (certamente, com diferenças dependendo do âmbito). Finalmente, um terceiro elemento que se repete é o desenvolvimento endógeno da própria integração: em determinadas áreas, o efeito de transbordamento, ou complementaridade, não terminou e vai continuar a resultar em novos avanços.

Será que estes três fatores implicam que estamos às portas de uma nova fase de integração europeia intensa? Depende do que entendemos por «estar às portas». Se pensarmos que neste momento estamos a ultrapassar o limiar, certamente que não estaremos às portas de uma nova fase. Contudo, se considerarmos uma perspetiva de tempo mais extensa, a resposta pode

Índice de integração europeia

Nível (100 = valor máximo)



Nota: O índice é uma medida de integração dos países da UE que considera nove áreas de coordenação europeia: mercado comum, mercado interno, instituições supranacionais, união económica, união financeira, união fiscal, coordenação da política monetária, união monetária e legitimidade democrática.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Dorrucchi, E. et al. (2015). «The Four Unions "IE" on the Monetary Union "CHERRY": A New Index of European Institutional Integration». ECB Occasional Paper, 160.

ser mais assertiva. A chave está, logicamente, nos novos elementos que distinguem a situação atual da do passado. De longe, o mais importante é a heterogeneidade de preferências: existe uma evidência empírica crescente, para além da percepção pública, de que as preferências políticas em muitas áreas são mais polarizadas do que no passado.¹ Esta polarização também tem, como não pode deixar de ser de outra forma, a sua expressão na necessidade de integração europeia, e ocorre de forma especialmente intensa nos âmbitos em que se deveria avançar mais na integração europeia. Porque é que esta polarização pode alterar sensivelmente a dinâmica da integração europeia? É argumentado frequentemente que a expressão política desta polarização pode alterar o funcionamento normal das instituições comunitárias. Sem negar o anterior, o que é referido aqui é mais profundo. Convém não esquecer que um dos fatores fundamentais para o progresso sem interrupções da integração europeia é o mecanismo funcionalista, ou seja, aquele que vai desde um campo de integração, geralmente técnico, para outro complementar. Desta forma, por exemplo, passamos do mercado comum para o mercado interno, e deste para a UEM. A chave para este processo é que, nestas áreas, convergem duas realidades: existem economias de escala no âmbito em questão e as preferências dos agentes são (relativamente) semelhantes. Por outro lado, em muitos dos âmbitos nos quais se deve começar a materializar a nova etapa da integração europeia, com um maior carácter político em muitas ocasiões, o segundo destes elementos dilui-se, dado que as preferências nesses assuntos são, à partida, mais heterogéneas, resultado de sociedades, culturas e identidades diferentes. Isto sempre foi assim. Contudo, se a isto juntarmos o aumento da polarização vivido nos últimos anos, a imagem torna-se mais complicada. No entanto, isto não implica que não possam ocorrer avanços na integração.

Aterragem na agenda da UE

Quais destes efeitos vão prevalecer no horizonte a médio prazo? Para fornecer um diagnóstico mais pormenorizado possível, concentramo-nos em vários âmbitos que consideramos centrais para a UE e nos quais acreditamos que podemos esperar desenvolvimentos a médio prazo. Em cada um deles tentámos fazer um balanço sobre o que é de esperar para os próximos cinco anos.

União Económica e Monetária 2.1: espaço de manobra funcionalista

A integração monetária é uma área onde aquilo que denominamos de «transbordamento funcionalista» ainda possui um caminho a percorrer. A concretização mais clara disto continuará a ser o compromisso em direção à plena união bancária europeia, um projeto que complementa decisivamente o desenho institucional da UEM. Especificamente, após o estabelecimento dos mecanismos de supervisão e após o acordo que determina que o fundo de resgate da Zona Euro (MEDE) vai exercer como mutuante de última instância (*backstop*) para o Fundo Único de Resolução, espera-se que nos próximos cinco anos se avance na discussão política e que seja dada luz verde para terminar o terceiro e último pilar da união bancária: o seguro de garantia de depósitos único a nível europeu (EDIS, em inglês). Como é sabido, o objetivo do EDIS é assegurar um sistema bancário com igualdade de condições e ajudar a dissociar o risco soberano do risco bancário, pelo que é fundamental reduzir a vulnerabilidade dos sistemas nacionais de garantia de depósito a grandes choques locais. Neste sentido, a questão mais sensível assenta em saber até que ponto a vontade política dos países vai permitir alcançar um acordo sobre o EDIS realmente ambicioso, que permita alcançar uma mutualização plena do risco. Da mesma forma, e seguindo a lógica funcionalista, o Eurogrupo continua a trabalhar no embrião de um mecanismo de estabilização contracíclica para a Zona Euro. Embora a sua dotação possa ser limitada e envolva uma condicionalidade exigente (um facto que o afastará do funcionamento dos estabilizadores automáticos dos países-membros), pode ser a semente de uma futura política fiscal para o conjunto da Zona Euro.

Fiscalidade: preferências dos cidadãos pela harmonização, não tanto dos responsáveis políticos

Em termos das necessidades da cidadania, das mudanças nos modelos de negócio (que a mudança tecnológica implica) e das necessidades de cobrança fiscal dos estados, uma fiscalidade mais harmonizada, especialmente ao nível do imposto sobre as sociedades, é um âmbito onde se poderia estar mais perto de uma mudança qualitativa. No entanto, aqui confluem dois problemas diferentes. Em primeiro lugar, a heterogeneidade de preferências entre países é notória. Em segundo lugar, esta heterogeneidade transfere-se, no funcionamento institucional, para uma dificuldade importante no avanço deste âmbito, pois a tomada de decisões requer unanimidade. O recente fracasso da relativamente modesta proposta de imposto digital é um exemplo evidente do poder de veto. Para ultrapassar estas barreiras, a Comissão Europeia propõe a introdução de um sistema de maioria qualificada, primeiro em assuntos que suscitam um maior consenso, tais como a fraude e a evasão fiscal, para posteriormente se estender para outras áreas, como a definição de novos factos tributáveis. Neste contexto, é provável que se verifiquem alguns avanços nesta matéria e que o debate político sirva para enfrentar novas ambições a longo prazo.

1. Ver, por exemplo, Gentzkow, M. (2016). «Polarization in 2016». Toulouse Network for Information Technology Whitepaper. E Rodrik, D. (2018). «Populism and the Economics of Globalization». *Journal of International Business Policy*, 1-22.

Schengen, imigração e segurança interna: um tema polarizador por excelência

Como certamente se lembram, a crise migratória de 2015 e a persistente ameaça terrorista, fizeram com que se levantassem questões *de facto* em relação ao espaço Schengen (em 2015-2016 foram reintroduzidos controlos fronteiriços em 9 dos 26 países que integram a área, sendo que hoje em dia 6 ainda os mantêm) como a europeização dos controlos nas fronteiras externas. Além disso, em matéria de migração, foram tomadas medidas pontuais que visam reduzir a entrada de imigrantes irregulares. Finalmente, no que diz respeito à segurança interna, a UE adotou várias medidas nos últimos anos, como o registo dos nomes dos passageiros, uma maior restritividade em termos do comércio de armas e o reforço na luta contra o financiamento do terrorismo.

Contudo, o efeito destas medidas não serviu para transmitir a sensação de que a UE é um espaço mais seguro do que há 10 anos atrás, embora tenha servido para alimentar, nem sempre diretamente, a polarização política. Para complicar ainda mais esta questão, a pressão migratória do sul da Europa não irá diminuir nos próximos anos, dado que a demografia da África Subsaariana e os fatores que determinam esses fluxos, em qualquer caso tenderão a criar um aumento no movimento de pessoas. Assim, a contradição entre a abordagem de curto prazo e defensiva que tem sido aplicada e a dinâmica de longo prazo é ostensiva. Provavelmente será necessário algum tempo para que a cidadania apoie a necessidade de uma abordagem a longo prazo sobre a circulação de pessoas no interior da UE e desde fora da União. Um tempo que ultrapassa o horizonte dos próximos cinco anos.

Defesa europeia: heterogeneidade nos meios e talvez nos objetivos

A defesa é um tema central no qual as tensões decorrentes da mudança da ordem internacional para a UE como agente global são particularmente evidentes. A reavaliação dos EUA ao nível do seu papel na defesa do Velho Continente, a ascensão da China e o revisionismo russo são fatores que irão provavelmente ter um longo percurso e evidenciam a necessidade da UE se ajustar a esta multipolaridade assimétrica que comentámos anteriormente. Nesta questão, estamos apenas no início de um debate profundo que, essencialmente, oscila entre duas grandes decisões: a de avançar para um instrumento que poderia ser a origem de um futuro exército europeu e a redefinição do papel dos países europeus na NATO. Na primeira destas decisões abundam as declarações políticas mas escasseiam medidas concretas. Assim, por exemplo, a Alemanha e a França reivindicaram a necessidade de um exército europeu, mas sem especificar que tipo de exército deve ser estruturado. Se um que dependa das instituições europeias e defenda o território dos Estados-Membros (exército europeu) ou uma força militar sob o controlo dos Estados participantes (exército de europeus). Neste contexto, a forma mais plausível que poderia adotar este domínio de integração é através de uma cooperação reforçada em termos de segurança e defesa (incluindo a defesa cibernética) que possua um carácter voluntário e com uma abordagem caso a caso. A UE poderia complementar os esforços a nível nacional, mas a sua participação nas operações mais exigentes seria limitada e a cooperação UE/NATO seria feita sob a estrutura e formato atuais. Pensar em algo mais ambicioso para os próximos cinco anos é provavelmente prematuro. Embora, mais uma vez, possam ser colocadas as bases para mudanças mais abrangentes num futuro distante.

Lidar com a China: entre a linha dura e a pragmática

A China, já ficou patente anteriormente, enfrenta por si só a principal mudança na ordem institucional global. Este é um jogo dinâmico, onde a UE, a China e os EUA estão, de facto, a redefinir as suas estratégias de fundo, e a forma como se está a responder a partir da Europa é, provavelmente, uma antecipação do que poderíamos ver nos próximos anos. Se recuperarmos o fio condutor da argumentação exposta, uma resposta única por parte da UE exigiria que os benefícios dessa resposta fossem superiores aos custos da divergência das posições nacionais que refletem, por sua vez, a heterogeneidade de situações económicas internas. O que estamos a assistir até agora sugere que esses benefícios não são óbvios para os Estados-Membros, dado que prima uma resposta bilateral entre os vários países, ou entre blocos de países, e a China, pelo menos em dois âmbitos cruciais: o da reciprocidade na abertura do mercado (que ganha uma importância ainda maior se os EUA «fecharem» o seu e ocorrer um desvio do comércio chinês para a Europa) e do equilíbrio entre captar o investimento estrangeiro direto da China e proteger setores e tecnologias sensíveis. Como acontece no âmbito da defesa, só agora começamos a dispor de um esquema inicial europeu para lidar com esta questão, o que sugere uma etapa de discussão política em vez de uma tomada de decisões.

O prelúdio de uma grande mudança?

Voltemos às questões de fundo que este artigo aborda: veremos um avanço no processo de integração europeia nos próximos cinco anos? A resposta rápida é que se trata de um período muito curto para que as mudanças internacionais e os efeitos da tripla transição tecnológica, climática e demográfica se traduzam em mudanças radicais na atual inércia da UE. Também é um curto horizonte de tempo para avaliar se, num futuro imediato, os benefícios da integração serão afetados pelos custos da heterogeneidade. No entanto, é plausível que nos próximos cinco anos comecem a aparecer as condições necessárias para uma aceleração, de uma forma ainda pouco clara, da integração europeia. Esta é a conclusão que emerge, pelo menos, da revisão das perspetivas de várias áreas nas quais podemos esperar novidades a médio prazo. Historicamente, a Europa sempre tendeu a oferecer a sua face menos proativa antes de responder aos desafios de uma forma inesperadamente ambiciosa. Este poderia ser o caso, se bem que, obviamente, apenas saberemos quando entrarmos na próxima década.

Polarização política: o fenómeno que deveria estar na boca de todos

- A sociedade tornou-se significativamente polarizada nos últimos anos. Nos EUA, isto manifesta-se através de uma maior discrepância entre as opiniões dos eleitores republicanos e democratas. Na Europa, identificámos um aumento dos desacordos em relação a questões fundamentais como a imigração ou a integração europeia.
- Os partidos políticos também se polarizaram nas economias avançadas, especialmente durante a última década.

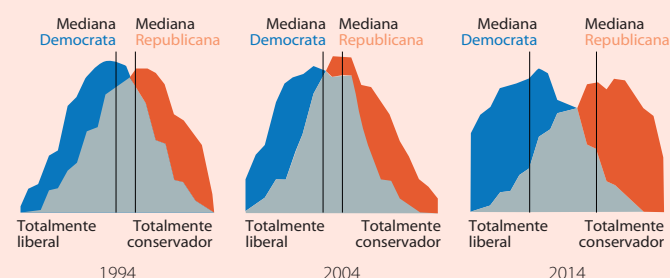
O grau de polarização política de uma sociedade é uma variável fundamental que quantifica até que ponto a opinião pública se divide em dois extremos opostos. Considerar esta situação é muito importante: quanto maior for a polarização, mais difícil será criar grandes consensos entre grupos com diferentes sensibilidades para levar a cabo reformas profundas que permitam à sociedade avançar. Desta forma, uma polarização elevada pode levar a posições irreconciliáveis, dificultando a possibilidade de obtenção de acordos.

Quando lemos a imprensa, não é de estranhar a sensação de que a polarização aumentou consideravelmente nos últimos anos. É realmente assim? Para encontrar respostas, vale a pena elaborar um estudo mais aprofundado e distinguir entre a polarização dos eleitores e a polarização dos partidos políticos, dado que ambos não andam necessariamente de mãos dadas.

Vamos começar por analisar a polarização da sociedade. Nos EUA, tem-se vindo a efetuar um debate muito aceso nos círculos académicos sobre se a polarização do eleitorado aumentou realmente. À primeira vista, podemos pensar que a resposta é negativa: de acordo com vários estudos,¹ a distribuição das preferências da sociedade em diferentes dimensões (económica, social e moral) permaneceu muito estável nos últimos 20 anos e não é observada uma radicalização significativa nas posições.

Maior divisão ideológica entre eleitores democratas e republicanos nos EUA

Distribuição de valores políticos numa escala de -10 a +10



Nota: É estimado um índice de consistência ideológica para os eleitores com base em 10 perguntas sobre questões económicas, sociais e morais. O índice vai de -10 (totalmente liberal) a +10 (totalmente conservador) e considerada a distribuição para toda a amostra. A área azul representa a distribuição ideológica dos eleitores democratas e a área laranja a dos republicanos. A área cinzenta é o grau de sobreposição entre as duas distribuições. Amostra de 10.013 indivíduos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da American Pew Research.

países partidos (ver o primeiro gráfico) e um aumento da antipatia em relação ao outro. Em 1960, a percentagem de eleitores de cada partido que desaprovava o casamento do seu filho com uma pessoa do outro era escassa. Agora, esta percentagem atinge os 20%. Por outras palavras, a polarização do eleitorado aumentou exponencialmente.

Para analisar a polarização da sociedade na Europa, utilizamos o European Social Survey (ESS), um dos inquéritos mais completos para analisar as tendências políticas dos cidadãos europeus. Se analisarmos a evolução da distribuição das preferências políticas dos europeus entre 2006 e 2016 num intervalo de 0 (extrema-esquerda) a 10 (extrema-direita), observamos uma grande estabilidade: as preferências por opções mais extremistas aumentaram muito ligeiramente, mas as mudanças são menores. No entanto, seria um erro chegar a conclusões precipitadas se consideramos que a polarização pode-se manifestar em questões específicas, embora não o faça no espectro ideológico tradicional de um mundo que provavelmente já não responde aos esquemas clássicos de esquerda-direita.

Assim, para elucidar o grau de polarização política, construímos um índice de discordância que mede o grau de discrepância na sociedade em questões económicas e sociais específicas. Os resultados, apresentados no segundo gráfico, não deixam margem para dúvidas: hoje em dia, a sociedade apresenta um grau de discordância significativamente maior do que em 2004 em questões tão variadas como a imigração, multiculturalismo, integração europeia, confiança no Parlamento ou satisfação com o seu Governo. A única variável em que obtemos maior consenso é a necessidade de políticas públicas para reduzir as desigualdades, uma

No entanto, se indagarmos mais um pouco, tal como fez o economista de Stanford, Matthew Gentzkow,² observamos que a polarização tem vindo a aumentar. A razão é que a correlação das preferências dos eleitores com as do partido político com o qual se identificam aumentou significativamente nos últimos 20 anos. São especialmente ilustrativos dois exemplos. Primeiro, há 20 anos que era relativamente comum encontrar eleitores republicanos favoráveis à imigração ou eleitores democratas que se opunham a este fenómeno. Segundo, era muito mais comum que muitas pessoas tivessem visões conservadoras nalgumas questões (por exemplo, económicas) e mais liberais noutras (por exemplo, sociais). Contudo, hoje em dia, os eleitores norte-americanos abraçaram a ideologia do partido com o qual simpatizam em todas as suas vertentes. A consequência foi um afastamento das distribuições de preferências entre os eleitores dos dois principais

1. Ver, para mais informações, Fiorina Morris, P. e Abrams, J. S. (2008). «Political Polarization in the American Public». Annual Review of Political Science 11:563-588.

2. Ver Gentzkow, M. (2016). «Polarization in 2016», Documento de Trabalho da Universidade de Stanford.

constatação que não nos deveria surpreender se considerarmos as marcas deixadas pela crise económica de 2008.

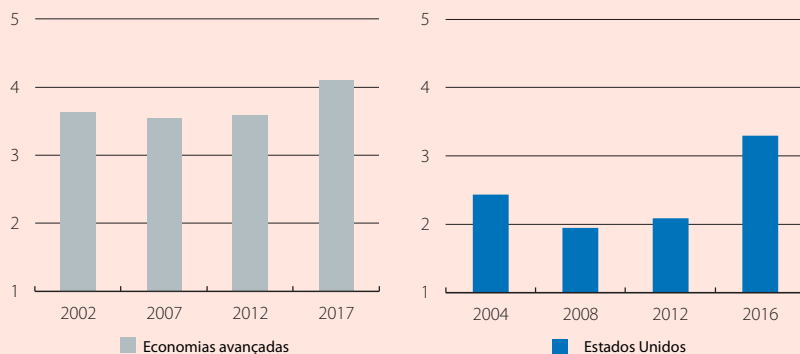
Esta maior discordância em questões fundamentais, em parte é explicada pelo alinhamento com a ideologia das posições sobre algumas questões – uma explicação semelhante ao que aconteceu nos Estados Unidos. Assim, para dar um exemplo abrangente, na questão da migração, observamos que atualmente existe uma correlação positiva significativa entre situar-se em posições ideológicas conservadoras e mostrar rejeição à imigração, uma situação que não acontecia em 2004.

Com a confirmação do aumento da polarização dos eleitores, não é surpreendente verificar que a polarização dos partidos políticos também aumentou (ver o terceiro gráfico). De facto, alguns académicos como o cientista político de Stanford, Morris Fiorina, defendem a hipótese de que é precisamente a maior polarização dos partidos políticos que provocou uma maior distância entre as diferentes sensibilidades da sociedade. Um elemento significativo é que na maioria dos países ocorreu um aumento significativo na polarização dos partidos políticos nos últimos 10 anos. Por exemplo, nos países avançados, a polarização dos partidos políticos passou de 3,5 pontos em 2007 para 4,1 pontos em 2017. Para que o leitor se possa situar, em 2002, um parlamento pouco polarizado como o alemão tinha um índice de 2,7 pontos e, em 2017, com uma França altamente polarizada entre Macron e Le Pen tinha um índice de 5,1 pontos.

Antes de terminar este artigo, é interessante aprofundar na caracterização do aumento da polarização política que observamos na sociedade. Já podemos identificar dois padrões geográficos que são muito sintomáticos e que, devido à sua natureza estrutural levam-nos a pensar que a polarização política veio para ficar.³ Por um lado, foi documentado que nos EUA os eleitores

Polarização dos partidos políticos

Índice



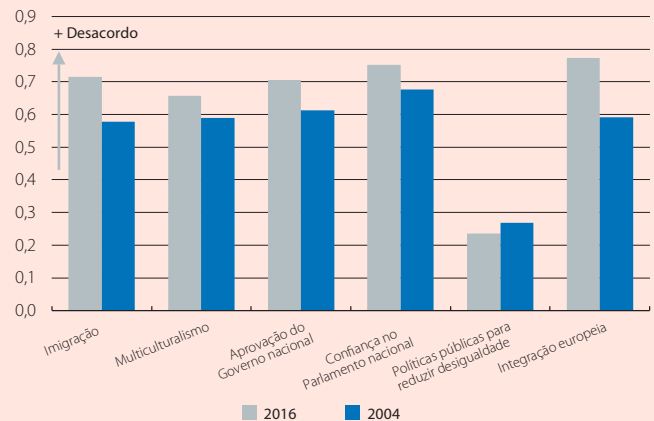
Nota: O índice de polarização política fornece uma medida do quão diferentes são os partidos políticos num país ponderados pela sua representação política. Orientativamente, um parlamento pouco polarizado como o alemão de 2002 (no qual foram efetuadas reformas estruturais importantes) tinha um índice 2,7 pontos. Amostra de todas as eleições na UE, EUA, Austrália e Canadá entre 1996 e 2015. O índice de polarização vai de 0 (todos os partidos estão na mesma posição) a 10 (todos os partidos estão em posições extremas).

Fonte: Estimativa própria da BPI Research, a partir dos dados do Comparative Study of Electoral Systems.

da elevada polarização política que observamos. É um fenómeno que se tem vindo a impôr aos poucos e que hoje em dia é uma realidade assente que não parece dar sinais de desaparecimento a curto prazo. Uma polarização maior pode aumentar o interesse e o compromisso de muitos cidadãos com a política, mas também pode dificultar o consenso necessário para efetuar reformas estruturais. Portanto, este fenómeno é um dos pilares do atual ecossistema político.

Polarização em várias dimensões: grau de desacordo *

Índice de desacordo (mín.= 0, máx.= 1)



Nota: * O índice de desacordo vai de 0 (100% da população tem a mesma opinião) a 1 (50% da população está a favor e 50% contra). Formalmente, calculamos a diferença entre a percentagem de inquiridos do European Social Survey a favor e contra de cada dimensão e ao valor 1 subtraímos essa diferença em valor absoluto e a percentagem de pessoas com opinião neutra ou sem definir.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do European Social Survey das vagas de 2016 (44.387 observações) e 2004 (47.537 observações).

vivem atualmente rodeados por pessoas com a mesma afinidade política dando origem a grupos mais homogêneos: em 1976, menos de 25% dos cidadãos norte-americanos viviam em circunscrições onde se produziam vitórias esmagadoras para um dos candidatos, enquanto em 2004 esta percentagem já chegava praticamente aos 50%.⁴ Pelo outro, cada vez existem mais evidências relacionadas com a existência de uma disparidade entre o comportamento eleitoral e as preferências e valores das pessoas que vivem em áreas rurais e urbanas, tanto nos EUA como na Europa. Nos EUA, por exemplo, as pessoas que vivem em áreas rurais consideram que 73% das pessoas que moram nessas áreas partilham os mesmos valores, sendo que apenas 41% dos residentes urbanos têm a mesma opinião.⁵

Em suma, a política está em voga e se existe um fenómeno que hoje em dia se destaca, esse é o

É possível ler uma versão ampliada deste artigo no site do BPI Research: www.bancobpi.pt

3. Para uma análise aprofundada dos fatores estruturais, consulte o artigo «As raízes profundas da polarização, ou a necessidade de recuperar o relato perdido» deste mesmo Dossier.

4. Ver Bishop, B. (2008), «The Big Sort: Why the Clustering of Like-Minded America is Tearing Us Apart», Editorial Houghton Muffin.

5. Ver Bialik, K. (2018), «Key findings about American life in urban, suburban and rural areas», American Pew Research.

Polarização: o legado da crise e outras forças conjunturais

- A crise financeira de 2008 e as recentes vagas migratórias são dois dos fatores conjunturais que favoreceram o aumento da polarização política na Europa.
- A incidência da crise financeira sobre o fenómeno da polarização é considerada mais relevante do que a da imigração.
- As políticas de coesão social podem explicar o porquê da influência da imigração na polarização ser menor.

A polarização política é um fenómeno ascendente, especialmente nas economias ocidentais. Diversas tendências de natureza estrutural são usadas como catalisadoras para este fenómeno: a globalização e as mudanças tecnológicas e demográficas são algumas delas. No entanto, além destes elementos estruturais, alguns eventos conjunturais favoreceram um aumento rápido da polarização que, como é possível observar no primeiro gráfico, aumentou de forma acentuada e generalizada durante a última década. Em particular, parece existir um consenso claro de que a crise financeira global de 2008 e as vagas migratórias dos últimos anos em vários países europeus são dois dos fatores que fizeram aumentar a polarização política no Velho Continente.

Das crises financeiras à polarização política

Diversas análises empíricas mostram que o aumento da polarização é um fenómeno muito comum após uma crise financeira. Por exemplo, um dos artigos de referência sobre esta matéria, escrito por Atif Mian, Amir Sufi e Francesco Trebbi, mostra que o aumento da polarização no Congresso americano é um processo contínuo e ininterrupto há mais de 70 anos, mas também refere que as crises financeiras intensificaram-no de forma substancial.¹ Portanto, os elementos conjunturais parecem desempenhar um papel importante no fenómeno em análise.

Além do caso norte-americano, estes mesmos autores descobriram, a partir de uma amostra de um quarto de milhão de indivíduos de um total de 60 países, que as crises financeiras tendem a radicalizar a posição política dos eleitores. Particularmente, após uma crise financeira, a percentagem de eleitores de centro e moderados diminui, enquanto a percentagem de eleitores de direita ou esquerda mais radical aumenta. Na mesma linha, dois investigadores do *think tank* alemão Kiel Institute relacionam a crise financeira de 2008 com a ascensão de partidos populistas de direita no espectro político europeu.² Por último, numa investigação em curso muito interessante sobre a Alemanha durante os anos trinta, é demonstrada que a crise financeira sofrida pelo país no início daquela década contribuiu decisivamente para impulsionar o Partido Nacional Socialista no período entre as duas guerras.³

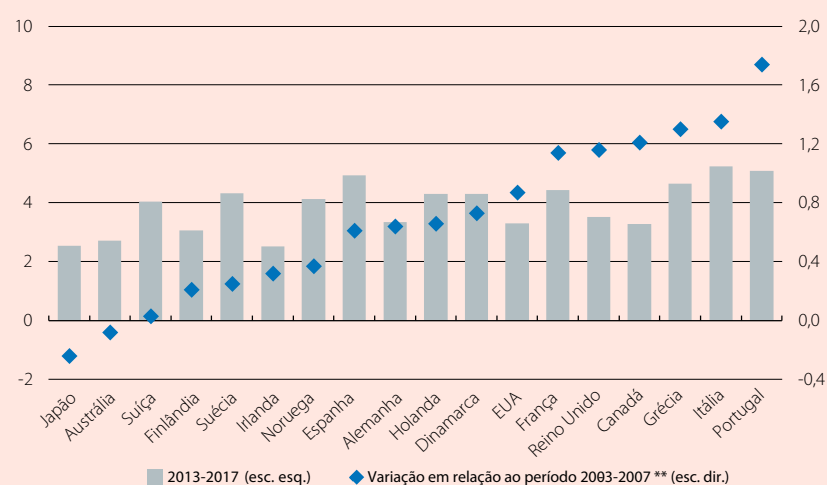
A relação causal entre as crises financeiras e a polarização é bem fundamentada empiricamente, e tudo indica para o facto de que opera através de três canais: a perda de confiança nas instituições e na classe política estabelecida, os conflitos crescentes da dívida e o aumento da desigualdade.

Especificamente, seguindo a ordem indicada, as crises financeiras são frequentemente entendidas como um erro na regulação e/ou nas políticas públicas. Consequentemente, esta situação costuma acarretar uma perda de confiança na classe dominante e, em última análise, um aumento da votação em fações políticas mais extremas.

Polarização do voto: índice de polarização política *

Índice de polarização (mín.= 0, máx.= 10)

Variação (pontos)



Notas: * Índice de polarização de Dalton: oferece uma medida do quão diferentes são os partidos políticos num país ponderados pela sua representação parlamentar. Orientativamente, um parlamento não polarizado, como o alemão de 2002 (no qual foram efetuadas reformas estruturais importantes), possui uma classificação de 2,7 pontos, enquanto um parlamento mais polarizado, como o grego, resultante das eleições de 2015, obtém uma classificação de 4,6 pontos. Com base na metodologia de Dalton (2008) foram atualizados os dados disponíveis no CSES para a Espanha, Itália, Grécia, França, EUA, Holanda, Dinamarca e Hungria.

** 2013-2017 corresponde à média dos dados durante este período. Analogamente, a variação refere-se à diferença entre a média em 2003-2007 e a média em 2013-2017.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do CSES e de Dalton, R. J. (2008). «The quantity and the quality of party systems: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

1. Ver Mian, A., Sufi, A. e Trebbi, F. (2014). «Resolving debt overhang: political constraints in the aftermath of financial crises». *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(2), 1-28.

2. Ver Funke, M. e Trebesch, C. (2017). «Financial Crises and the Populist Right». *ifo DICE Report*, 15(4), 6-9.

3. Ver Doerr, S., Gissler, S., Peydro, J. e Voth, H.-J. (2019). «From Finance to Fascism: The Real Effect of Germany's 1931 Banking Crisis». *CEPR Discussion Paper* n.º 12806.

Em segundo lugar, vários estudos sugerem que a resolução de situações de endividamento excessivo também provoca o aumento da polarização política. Em particular, os processos de reestruturação da dívida que afetam as pessoas com menos recursos tendem a provocar uma rejeição ao *status quo* político.

Finalmente, o aumento da desigualdade social, que costuma ser especialmente intenso durante as crises financeiras, acaba também por aumentar a polarização eleitoral.⁴

Migração e polarização

O segundo fator conjuntural que está a impulsionar a polarização é a imigração. Por exemplo, no caso europeu, o aumento da imigração (e de refugiados) nos anos 2000 coincidiu com um aumento significativo do apoio a partidos contrários a este fenómeno. De facto, já há alguns anos que se observava esta relação nalguns países.

Por exemplo, neste sentido, Otto e Steinhardt,⁵ num estudo exaustivo para a cidade de Hamburgo, documentam uma relação causal entre o aumento da imigração e o avanço da extrema-direita. Especificamente, entre 1987 e 1998, a cidade recebeu um número significativo de imigrantes, principalmente refugiados e requerentes de asilo. Com informações dos resultados eleitorais em 103 freguesias da cidade para um total de sete eleições e considerando as características das várias zonas da cidade, os investigadores demonstram uma relação entre o avanço dos partidos de extrema-direita nas freguesias e o nível de imigração.

Tal como acontece no caso das crises financeiras, parece ficar comprovada a relação causal entre os fluxos migratórios e a polarização política, mas os canais através dos quais este vínculo opera nem sempre são partilhados por todos os especialistas. De forma geral, a literatura económica identifica quatro canais relevantes: o canal do trabalho, o canal do benefício social, o canal não económico e o político.⁶

O canal do trabalho refere-se ao facto de que os trabalhadores nacionais podem ver os imigrantes como concorrentes. Com o intuito de eliminar parte desta concorrência, os eleitores apoiam partidos políticos anti-imigração.⁷

A via dos benefícios sociais destaca tanto a concorrência exercida pelos imigrantes na utilização de serviços públicos em grupos populacionais já estabelecidos, como a exigência de uma nova redistribuição de subsídios face à chegada de novos cidadãos com necessidades que podem ser muito diferentes.⁸ Novamente, o desejo de expulsar a concorrência fomenta o apoio às forças anti-imigração.

O canal não-económico enfatiza que a chegada de imigrantes desperta uma maior consciência da sua própria identidade étnica ou cultural e uma hostilidade em relação àquelas pessoas entendidas como diferentes. Esta consciência e hostilidade são exploradas pelos partidos políticos com discursos claramente anti-imigração.

O último canal, o político, assinala o facto de que a entrada de imigrantes pode criar uma maior polarização na medida em que a orientação política dos indivíduos recém-chegados difere substancialmente da da população já estabelecida. Isto acontece mais ou menos rapidamente, dependendo da rapidez em que se dá direito de voto aos novos cidadãos. Contudo, em qualquer dos casos, é uma via muito diferente das anteriores, dado que não produz um aumento direto das forças anti-imigração.

Antes de terminar a questão da imigração, é importante mencionar o caso específico dos refugiados e os seus efeitos na polarização. A razão é que alguns estudos recentes sugerem uma fraca relação entre os dois elementos se forem efetuadas políticas que reforcem a coesão social. Por exemplo, entre 2014 e 2015, algumas regiões austríacas que receberam fluxos significativos de refugiados não sofreram um aumento acentuado na votação em partidos de extrema-direita, tal como aconteceu noutras regiões do país. O investigador da Universidade de Munique, Andreas Steinmayr atribui este resultado aos esforços efetuados pelos organismos locais para explicar a situação dos refugiados à população residente afetada e incentivar o contacto entre ambos os grupos. Isto originou aquilo que alguns denominam «efeito de contacto». Pelo contrário, as regiões que não receberam refugiados apenas tiveram informação sobre a situação dos refugiados através dos meios de comunicação e de grupos políticos com um cariz mais anti-imigração.⁹

4. O aumento da desigualdade tem sido observado há décadas na maior parte dos países mais avançados, mas acentuou-se *a priori* temporariamente, com a crise financeira (ver o artigo «Polarização política: o fenómeno que deveria estar na boca de todos» neste mesmo Dossier e o artigo «Desigualdade e populismos: mitos e realidades» no Dossier da IM01/17).

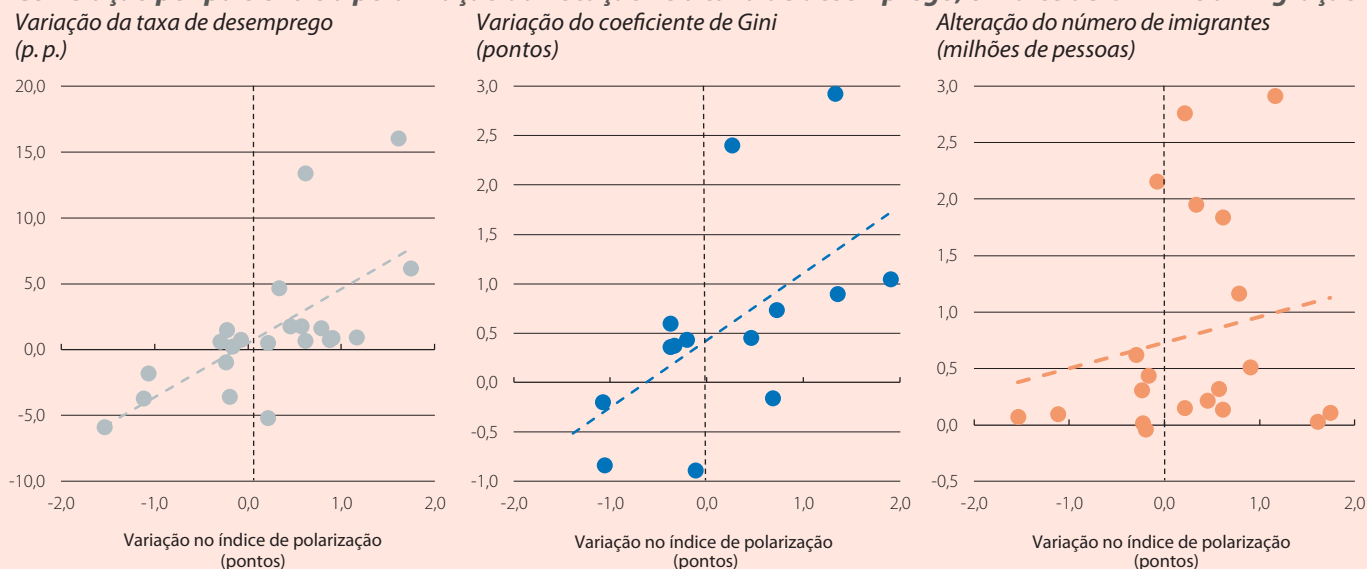
5. Ver Otto, A. H. e Steinhardt, M. F. (2014). «Immigration and election outcomes-Evidence from city districts in Hamburg». *Regional Science and Urban Economics*, 45, 67-79.

6. Entre os artigos que analisam esta questão para o caso europeu, vale a pena referir o estudo de Card, D., Dustmann, C. e Preston, I. (2012). «Immigration, wages, and compositional amenities». *Journal of the European Economic Association*, 10(1), 78-119.

7. O impacto económico da imigração é muito mais complexo do que a versão simplificada de um *choque* de oferta, dado que depende da estrutura produtiva do país, entre outros elementos (ver o artigo «O impacto económico da imigração» no Dossier da IM10/16). No entanto, esta simplificação muitas vezes está por trás da decisão de voto de muitos cidadãos.

8. Em ambos os casos, pode ser uma simples perceção. No caso do Reino Unido, o efeito total da imigração nas contas públicas é positivo, dado que a sua contribuição mediante impostos é maior do que a que recebem através dos serviços sociais (ver Dustmann, C. e Frattini, T. (2014). «The fiscal effects of immigration to the UK». *The economic journal*, 124(580), F593-F643).

9. Ver Steinmayr, A. (2018). «Contact matters: Exposure to refugees and voting for the far-right». Working Paper. Para o exemplo francês, ver Vertier, P. e Viskanic, M. (2018). «Dismantling the 'Jungle': Migrant Relocation and Extreme Voting in France». Working Paper.

Correlação por país entre a polarização da votação* e a taxa de desemprego, o índice de Gini e a imigração**

Nota: A variação é extraída comparando os dados médios entre o período 2013-2017 e o período 2003-2007. * Índice de polarização de Dalton; oferece uma medida do quão diferentes são os partidos políticos num país ponderados pela sua representação parlamentar. Com base na metodologia de Dalton (2008) foram atualizados os dados disponíveis no CSES para a Espanha, Itália, Grécia, França, EUA, Holanda, Dinamarca e Hungria. ** O coeficiente de Gini mede a diferença entre uma distribuição simétrica dos rendimentos na população (cada habitante tem o mesmo nível de rendimentos) e a distribuição dos rendimentos observada. Assim, valores elevados do coeficiente de Gini refletem uma maior desigualdade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do CSES, FMI, World Inequality Database, do Banco Mundial e de Dalton, R. J. (2008). «The quantity and the quality of party systems: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

Exercício quantitativo

Neste ponto, e para ilustrar de forma simples o papel da crise de 2008 e das recentes vagas migratórias no aumento da polarização entre as economias avançadas, utilizamos o índice de polarização de Russell J. Dalton¹⁰ ao nível dos países desenvolvidos, relacionando-o com a taxa de desemprego, o índice de Gini e o número de imigrantes.

Intuitivamente, normalmente identificamos os países que mais sofreram com os efeitos da crise anterior com aqueles que registaram maiores aumentos na sua taxa de desemprego. Se analisarmos por países como os dois indicadores (polarização e desemprego) variaram desde antes da crise até aos dias de hoje, observamos efetivamente que existe uma correlação positiva entre os mesmos (ver o primeiro painel do segundo gráfico). Em segundo lugar, como medida de desigualdade, recorremos ao coeficiente de Gini (que reflete a distribuição mais ou menos desigual dos rendimentos entre os habitantes de um país)¹¹ com o objetivo de mostrar, precisamente, o canal de desigualdade exposto no início. A correlação também é positiva para as variações de ambas as medidas: os países com maiores aumentos na desigualdade também são aqueles que mostraram os maiores aumentos no índice de polarização (ver o segundo painel do segundo gráfico). Da mesma forma, os fluxos de imigração mais altos também parecem estar associados a maiores aumentos no nível de polarização (ver o terceiro painel do segundo gráfico).

Finalmente, recorremos a um exercício simples para estimar a sensibilidade do índice de polarização em relação às mudanças nos fatores conjunturais que acabámos de definir em conjunto.¹² Os resultados do nosso exercício sugerem que o efeito da crise económica, medido através do aumento dos níveis de desemprego e desigualdade, explicou cerca de 35% da recuperação da polarização observada desde o início de 2007. Por sua vez, os aumentos nos fluxos migratórios possuem um efeito que muitas vezes não é significativo. Esta situação estaria em linha com a relação mais fraca entre refugiados e polarização que algumas das investigações mencionadas sugerem.

Em suma, o aumento da polarização na esfera política europeia não nos deve surpreender dentro de um contexto de fluxos migratórios significativos e, principalmente, após uma crise financeira sem precedentes na nossa memória recente. Contudo, a falta de surpresas não nos deve levar ao conformismo.

10. O índice de polarização utilizado oferece uma medida do quão diferentes são os partidos políticos num país, ponderados pela sua representação parlamentar. Os dados são obtidos através do Comparative Study of Electoral Systems, e para a Espanha, Itália, Grécia, França, EUA, Holanda, Dinamarca e Hungria completam a última curva utilizando a metodologia explicada em Dalton, R. J. (2008) «A quantidade e a qualidade dos sistemas partidários: Party system polarization, its measurement, and its consequences». *Comparative Political Studies*, 41(7), 899-920.

11. Valores elevados refletem uma desigualdade elevada em termos de receitas.

12. Estimamos a seguinte regressão em diferenças: $\Delta \text{Índice de polarização}_{i,t} = \alpha + \Delta X_{i,t} \beta + \xi_{i,t}$, contendo a matriz $X_{i,t}$ a taxa de desemprego, o coeficiente de Gini e o número de imigrantes para o país i durante o período t . A constante α reflete a tendência linear crescente (elemento não conjuntural) da polarização, considerando possíveis correlações espúrias causadas pela tendência das variáveis. Para testar a robustez dos nossos resultados, estimamos várias especificações, incluindo tendências temporárias específicas por região.

As raízes profundas da polarização, ou a necessidade de recuperar o relato perdido

- Historicamente, sempre que ocorreram mudanças económicas profundas, a polarização política aumentou.
- O aumento da polarização política que atualmente observamos tem origem na mudança tecnológica, na globalização e nas alterações demográficas.
- As democracias liberais enfrentam o enorme desafio de reconstruir um relato comum.

A polarização política aumentou. Nalguns países, este fenómeno assume a forma de aparecimento de novos partidos, cuja presença nos parlamentos faz com que estejam mais fragmentados do que no passado. Por sua vez, a polarização noutros materializa-se principalmente numa maior dispersão das questões centrais da sociedade dentro dos seus partidos tradicionais. E, finalmente, alguns combinam as duas expressões deste fenómeno. Na Europa ocorreu a primeira e a terceira variante, enquanto os EUA são o caso paradigmático da segunda (os eleitores democráticos são mais progressistas e os republicanos mais conservadores do que no passado).¹ Embora por vezes a opinião pública tenha a percepção de que o aumento da polarização política é recente, a literatura académica tende a sustentar que, embora tenha acelerado nas últimas duas décadas, esta trajetória ascendente já era detetável desde o final dos anos setenta. Portanto, estamos perante um fenómeno de longo prazo que representa, qualquer que seja a perspetiva, uma mudança estrutural nas democracias liberais.

Contudo, é a mudança estrutural um desafio decisivo? O aumento da polarização acarreta riscos significativos no funcionamento da própria democracia? Em suma, poderemos encarar uma questão central e complexa a partir de uma perspetiva rigorosa e conseguir, não uma resposta definitiva, mas sim um fundamento ligeiramente mais firme no qual possamos contribuir para o debate social? Vamos tentar, pelo menos.

O passado como guia

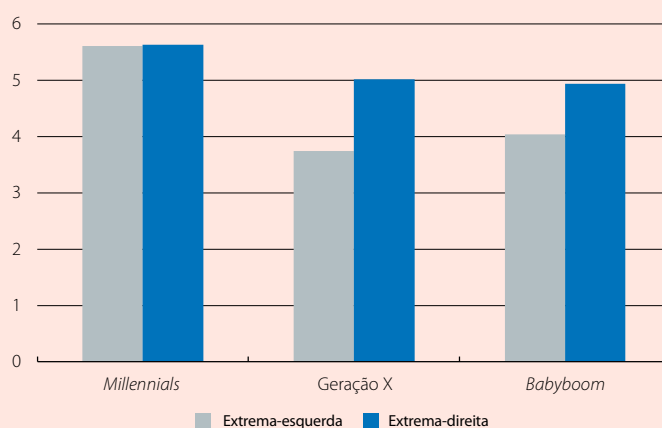
De início, vamos ver o que a experiência histórica nos diz. Uma primeira observação que podemos efetuar é que, no passado, o aumento significativo da polarização política foi um elemento presente em muitas mudanças económicas e sociais profundas. Apesar de os contemporâneos de cada época não utilizarem a nossa terminologia, o aumento na dispersão das preferências dos cidadãos pode ser identificada na crise da polis grega, na passagem da república romana para o império, na crise do final da Idade Média, nas revoluções burguesas do séc. XVIII e do séc. XIX e, claro, na depressão dos anos trinta. Contudo, a história pode-nos dar mais informações: em todos estes casos, as mudanças de regime político que ocorreram foram acompanhadas por uma série de profundas transformações estruturais.

Especificamente, nestes episódios de crescente fragmentação das preferências políticas, combinam-se parte ou todos os elementos seguintes: uma extensão da área economicamente relevante para a sociedade de cada época (que podemos equiparar a uma certa forma de globalização), uma mudança significativa das tendências demográficas e uma transformação tecnológica. Assim, por exemplo, na passagem do mundo clássico para o mundo helénico detetamos globalização; na queda da República Romana, demografia e globalização; na crise do final da Idade Média, demografia e globalização; nas revoluções burguesas, mudança tecnológica, demografia e globalização e, finalmente, na crise dos anos 30, novamente os três elementos anteriores. Portanto, a partir desta primeira exploração, a histórica, podemos verificar que a polarização política tanto parece estar presente em muitas mudanças políticas sistémicas, como também parece conviver com os três fenómenos que denominámos anteriormente: a globalização, a mudança tecnológica e a demografia.

O próximo passo nesta viagem intelectual tem de ser precisamente o de tentar esclarecer as relações que podem ser estabelecidas entre a globalização, a mudança tecnológica e a demografia, e o aumento da polarização política, dado que se foram importantes no passado, mais o são nos dias de hoje, ao estarem plenamente presentes estas três tendências. Assim, o que é que a literatura existente refere sobre este assunto? A principal conclusão é que estes três âmbitos são significativos para explicar a polarização e que esta afirmação pode ser feita com base numa evidência empírica que, apesar de não ser ainda abundante, aponta na direção mencionada com uma solidez razoável.

Polarização política por gerações

Percentagem de inquiridos (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da World Values Survey, utilizando a amostra disponível dos países da OCDE.

1. Para uma caracterização extensa do fenómeno da polarização política, ver o artigo «Polarização política: o fenómeno que deveria estar na boca de todos» neste mesmo Dossier.

Incidindo na complexa relação entre a mudança tecnológica e a polarização política

A transformação tecnológica afeta o aumento da polarização por intermédio de dois canais principais: o mercado de trabalho e os meios de comunicação. Vamos começar com o primeiro destes dois mecanismos. Nos países avançados foi estudado que a mudança tecnológica exerce pressão e cria disparidade entre as remunerações dos grupos de trabalhadores altamente qualificados em comparação com os que possuem menos habilitações, o que por sua vez se reflete no aumento do denominado «prémio educativo»: se a mudança tecnológica intensifica a procura de pessoal altamente qualificado, e que parte desta capacitação também exige níveis educativos relativamente mais elevados, é lógico pensar que, quanto maior for o nível de educação, maior proporcionalidade haverá no salto remunerativo. Em suma, a mudança tecnológica contribui para criar «vencedores» e «vencidos», o que provavelmente provocará maiores diferenças nas suas preferências políticas do que antigamente.²

No entanto, a relação entre a desigualdade salarial e a polarização política deve ser tratada com prudência. Sem dúvida que alguma medida de desigualdade costuma ser incluída como uma variável explicativa nos exercícios empíricos que tentam estabelecer os fatores determinantes da polarização.³ Os resultados são variados e, por extensão, costumam ser controversos. Em termos gerais, podemos dizer que, embora a associação aparente entre a desigualdade e a polarização seja elevada, não é fácil estabelecer de forma rigorosa a causalidade. Os trabalhos mais sérios abrem portas a uma possível bidirecionalidade entre a desigualdade e a polarização.⁴ Trata-se de um resultado que faz sentido, dado que a longo prazo é possível que as alterações na polarização – que se podem dever a várias causas – podem resultar em resposta de políticas públicas que afetem a desigualdade. Um exemplo paradigmático é o norte-americano, onde o aumento da polarização dos eleitores dos dois principais partidos complicou a defesa de medidas de caráter redistributivo.

Por sua vez, a desigualdade salarial possui provavelmente um resultado menos central, mas nos EUA tem-se vindo a mostrar com alguma relevância no debate em que incidimos: as mudanças no «mercado» conjugal que poderiam afetar o aumento da polarização. Especificamente, a existência do prémio educativo que referimos anteriormente também parece deslocar-se para um âmbito mais próximo do demográfico, visto que alguns autores, como Fernandez e Rogerson (2001),⁵ sugerem que a junção entre pessoas com níveis de educação mais semelhantes se está a intensificar, o que, em última análise, implica que começam a prevalecer na sociedade casais compostos por apenas «vencedores» e «perdedores» da mudança tecnológica, e cada vez menos casais «mistos». O resultado é que as reivindicações políticas que derivam desta sociedade demograficamente mais fragmentada são, previsivelmente, também mais polarizadas.

Juntamente com a via do mercado de trabalho, e como foi mencionado antes, o segundo âmbito importante para entender de que forma as mudanças tecnológicas afetam a mudança das preferências políticas é o canal dos meios de comunicação. Esta é uma questão que tem sido amplamente estudada nos últimos tempos, devido a questões tão proeminentes como a ascensão dos meios digitais, a crise do modelo de negócio dos meios de comunicação convencionais ou a dificuldade de estabelecer a veracidade da informação neste novo ecossistema. Embora estejamos longe de chegar a conclusões definitivas, a literatura parece concordar que, ao observar a fragmentação da oferta e da procura (ou em termos mais usados no setor dos *media*, entre os meios de comunicação e as audiências), ambos os lados do mercado retroalimentam-se através de dois mecanismos. O primeiro elemento é o por vezes denominado «efeito de silo», ou seja, que o público autodirige-se para meios de comunicação cuja tendência informativa visa reforçar os apriorismos dos telespectadores e leitores, contribuindo para o aumento da polarização da sociedade. O segundo elemento é o que poderíamos denominar como «tendência de conteúdo», ou seja, a inclinação observada nas últimas décadas (com exceções temporárias e geográficas significativas, convém dizer) em favor de conteúdos de entretenimento em detrimento de programas e espaços propriamente informativos e políticos. Devido à prevalência do presente perante os nossos olhos, convém lembrar que esta dinâmica não nasce com a Internet, que até já tem alguns anos, mas sim com a introdução de canais de televisão por cabo nos EUA.

A globalização, acelerador da polarização

Portanto, o impacto da mudança tecnológica na polarização opera através de duas grandes esferas de ação, a do mercado de trabalho e a dos meios de comunicação, mas também afeta o segundo dos fatores determinantes estruturais que mencionámos, a globalização. Este é um campo onde é difícil discernir os canais causais específicos, dado que, de facto, a globalização e a mudança tecnológica interagem intimamente. Em particular, isto deve-se ao facto de que uma das formas pelas quais a difusão tecnológica ocorre é através do comércio internacional e que a própria globalização é o resultado, pelo menos em parte, da mudança tecnológica. Contudo, apesar desta dificuldade significativa, foram feitas tentativas para quantificar a importância específica do comércio internacional na polarização. Os resultados, incipientes porque a via de exploração é relativamente recente, parecem indicar para um efeito significativo tanto nos EUA como na Europa. No primeiro caso, como defendem Autor e os seus coautores (2016), verificou-se que nas circunscrições mais afetadas pelo aumento do comércio com a China houve uma tendência de redução dos representantes mais moderados, enquanto na Europa, de acordo com Colantone e Stanig (2017), o crescimento das importações chinesas pode estar associado a um maior apoio a posições políticas mais polarizadas.⁶

Em termos mais gerais, pode-se argumentar que a globalização (mais ou menos reforçada pela mudança tecnológica) é um fator que reforça, e não determina tanto, as linhas de fissura existentes nas sociedades ocidentais. Esta é a tese de, entre outros, Rodrik (2018),⁷ que refere alguns destes pontos de divisão como a oposição entre os profissionais móveis e produtores locais, entre

2. Sobre a questão ver, por exemplo, o artigo «Desigualdade e populismo: mitos e realidade», na IM01/2017.

3. Sem ir mais longe, ver o Dossier «Polarização: o legado da crise e outras forças conjunturais», nesta mesma *Informação Mensal*.

4. Ver Duca, J. V. e Saving, J. L. (2016). «Income inequality and political polarization: time series evidence over nine decades», *Review of Income and Wealth*, 62(3), 445-466.

5. Fernández, R. e Rogerson, R. (2001). «Sorting and long-run inequality». *The Quarterly Journal of Economics*, 116(4), 1305-1341.

6. Ver Autor, D., Dorn, D., Hanson, G. e Majlesi, K. (2016). «Importing political polarization? The electoral consequences of rising trade exposure». *National Bureau of Economic Research* n.º w22637. E Colantone, I. e Stanig, P. (2017). «The trade origins of economic nationalism: Import competition and voting behavior in Western Europe». *American Journal of Political Science*, 62(4), 936-953.

7. Ver Rodrik, D. (2018). «Populism and the Economics of Globalization». *Journal of International Business Policy*, 1-22.

regiões e setores competitivos na globalização com aqueles que não o são, ou como já foi mencionado nas linhas anteriores, entre trabalhadores qualificados e não qualificados.

O vetor demográfico: gerações e migrações

O terceiro grande âmbito estrutural que foi mencionado anteriormente é o da mudança demográfica. Este é um terreno perigoso onde normalmente são efetuadas leituras simplistas, razão pela qual é importante ser preciso. De início, parece lógico pensar que se a população nas sociedades ocidentais é mais diversificada do que no passado, a expressão política dessas sociedades também poderia ser mais heterogênea. Duas das principais formas pelas quais a diversidade da sociedade se materializou nas últimas décadas são a maior polarização de valores e opiniões entre gerações (o que geralmente é conhecido como «gap geracional») e a fragmentação de preferências criadas pelo fenómeno da imigração. A primeira destas questões, a do *gap* geracional, já foi estudada anteriormente nas páginas da nossa *Informação Mensal* (Murillo e Ruiz, 2018). Face à questão de saber se os *millennials* são mais “extremistas” do que as gerações anteriores, constata-se que, de facto, as posições extremas desta geração em termos de preferências ideológicas estão mais «povoadas» do que as das gerações anteriores (conhecidas como Geração X e *baby boomers*).⁸ Além disso, os números sugerem que as posições de ambos os lados do espectro ideológico são mais extremas do que as das gerações anteriores, tendo praticamente o mesmo grau tanto à esquerda como à direita. Em qualquer caso, e para não exceder a importância do termo «extremismo», convém lembrar que os *millennials* de extrema-esquerda ou de extrema-direita são, como em todas as gerações para as quais existem dados, uma minoria (cerca de 11% dos *millennials*, somando ambos os extremos).

O segundo fator que tornou as sociedades ocidentais mais diversificadas é a imigração. Aqui entramos num campo repleto de preconceitos, sendo que devemos ter uma atenção especial para separar o que parece plausível do que realmente sabemos a partir de evidências empíricas. Para começar, é preciso lembrar que ter uma proporção significativa de imigrantes não implica, por si só, uma elevada fragmentação política. A experiência histórica mais bem-sucedida de integração de populações diversas numa comunidade de valores relativamente homogênea é a norte-americana, capaz de aliar diversidade sem deixar de alcançar aquilo que Francis Fukuyama denomina de identidade, ou seja, ter um conjunto de valores partilhados que fazem com que um indivíduo se torne membro de uma comunidade (o famoso *melting pot* norte-americano).

No entanto, mesmo nos EUA, parece ter havido alguma mudança importante durante as últimas décadas, dado que a perceção pública em relação à imigração fragmentou-se, resultando numa situação que perturba a continuação dessa mistura comum que caracterizava o país. Assim, de acordo com os dados do Pew Research Center, em 1994, quando os eleitores democratas e republicanos foram inquiridos sobre se a imigração era uma carga em termos de empregos perdidos e de despesa social (assim era a pergunta do inquérito), esta questão suscitava praticamente a mesma percentagem de respostas afirmativas em ambos os grupos (com apenas 2 pontos de diferença entre os mesmos). No entanto, em 2014, a proporção de republicanos inquiridos que consideravam que a imigração era um problema, era 19 pontos superior à dos democratas.⁹ Na Europa pode estar a acontecer uma situação parecida, embora com contornos próprios. Segundo os dados do próprio Pew Research Center de 2018, é possível verificar que, numa amostra significativa de países europeus, a opinião negativa sobre a imigração é maior nas linhas da distribuição ideológica de direita do que nas do centro ou de esquerda.¹⁰ Assim, quando se calcula a diferença entre os inquiridos de direita e de esquerda que consideram que a imigração «é uma carga» os primeiros superam os segundos em 23 pontos. Portanto, parece que a questão da imigração é um fator importante na forma pela qual a polarização se manifesta nos dois principais partidos americanos e também no espectro ideológico europeu.

Esgotam estes três fatores (mudança tecnológica, globalização e demografia) todas as possibilidades explicativas? Por uma questão de exaustividade, lembremo-nos que existe um debate muito interessante sobre o peso relativo de outros tipos de fatores, como os de índole cultural. Essencialmente, a ideia de fundo assenta em que as mudanças seculares nas sociedades ocidentais, como o caso da terciarização, provocaram dois efeitos. Um que se poderia denominar de insegurança económica (*de facto*, já implícita nos fatores referidos anteriormente neste artigo) e outro que seria o aumento da diversidade, os quais combinados com um aumento em décadas anteriores para valores pós-materialistas e socialmente progressistas fizeram com que autores como Pippa Norris e Ronald Inglehart os denominem de retirada cultural (*cultural backlash*) dos segmentos mais conservadores em matéria social dos países ocidentais, o que contribuiu para o aumento de posições ideologicamente mais polarizadas. Embora esta tese esteja sujeita a um profundo debate académico, e esteja longe de ser habitualmente aceite, é sugestiva no sentido de complementar os fatores estritamente económicos da polarização com outros mais próximos de valores e outros atributos *soft*. Em exercícios similares efetuados nestas mesmas páginas, chegámos a conclusões semelhantes: o aumento da polarização pode estar ligado, em certa medida, a fatores culturais e, portanto, não se pode limitar exclusivamente a fatores económicos.

E, apesar de tudo... o futuro não está escrito

Momento de recapitular e olhar para o futuro. Se terminássemos aqui este artigo, a síntese poderia ser a seguinte: a história diz-nos que a polarização política está presente em muitas mudanças políticas sistémicas seculares e que os fatores subjacentes que alimentaram o aumento da polarização no passado (em particular, a mudança tecnológica, a globalização e a demografia – e talvez também fatores culturais) estão ativos nas nossas sociedades contemporâneas. A que conclusão podemos chegar? Estamos a caminhar para um novo período de profunda mudança política? Aqui o leitor poderia estar à espera de uma resposta vaga, do tipo «o futuro, todos sabemos, é tão incerto...». No entanto, por uma vez, e sem abrir precedente, apostamos por uma conclusão sem rodeios: não está escrito que esse seja o resultado inevitável. Os fatores estruturais marcam uma direção, mas não determinam o destino, especialmente em sociedades que têm a sorte de ter democracia. Churchill estava provavelmente certo: a democracia é a pior forma de governo, à exceção de todos os outros. Dentro deste mesmo espírito, sem dúvida que as democracias liberais atuais são passíveis de serem aperfeiçoadas e renovadas, mas a sua qualidade e, acima de tudo, o seu potencial de melhoria devem permitir, mesmo perante uma crescente polarização, formas de criar consenso e recuperar o relato essencial comum que qualquer sociedade precisa para construir o seu futuro.

8. Ver o artigo «Millennials e a política: *mind the gap!*» no Dossier da IM04/2018.

9. Pew Research Center (2014). «Political Polarization in the American Public».

10. Pew Research Center (2018). «In Western Europe, Populist Parties Tap Anti-Establishment Frustration but Have Little Appeal Across Ideological Divide».

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2019

© CaixaBank, S.A., 2019

Design e produção: www.cegeglobal.com

