

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL
JANEIRO 2020



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
*Petróleo: juntando as peças
do quebra-cabeças*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*As dificuldades da indústria: vão contagiar
os serviços?*

ECONOMIA PORTUGUESA
*Portugal: Afinal a economia tem mais
espaço de manobra*

ECONOMIA ESPANHOLA
*A desaceleração do mercado de trabalho
espanhol está ao virar da esquina*

DOSSIER: A AMEAÇA DA VIRAGEM ILIBERAL

*Formas iliberais da política económica:
evolução ou mudança radical face ao
consenso existente?*

*A viragem iliberal da política económica:
que os dados falem por si!*

*As causas da viragem iliberal da política
económica: alguma luz sobre um debate
aberto*

*Os efeitos da viragem iliberal: pouca
evidência, muita preocupação*

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2020

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

BPI Research (UEEF)[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

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

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Adrià Morron SalmeronCoordenador da *Informação Mensal***Javier Garcia-Arenas**

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de dezembro de 2019

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *Petróleo: juntando as peças do quebra-cabeças***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *As dificuldades da indústria: vão contagiar os serviços?*17 *Comércio internacional: primeira impressão da Primeira Fase***20 ECONOMIA PORTUGUESA**22 *Portugal: Afinal a economia tem mais espaço de manobra***25 ECONOMIA ESPANHOLA**27 *A desaceleração do mercado de trabalho espanhol está ao virar da esquina***29 DOSSIER: A AMEAÇA DA VIRAGEM ILIBERAL**29 *Formas iliberais da política económica: evolução ou mudança radical face ao consenso existente?*31 *A viragem iliberal da política económica: que os dados falem por si!*33 *As causas da viragem iliberal da política económica: alguma luz sobre um debate aberto*35 *Os efeitos da viragem iliberal: pouca evidência, muita preocupação*

A tentação iliberal

O liberalismo económico está sob pressão. Não nos referimos ao neoliberalismo, mas sim a algo muito mais básico que existiu e ainda existe, um vasto consenso na profissão económica. Princípios como a prudência na gestão da política fiscal são fundamentais para a estabilidade macroeconómica, de que a independência dos bancos centrais é a melhor garantia para alcançar a estabilidade de preços, que a abertura ao comércio internacional é positiva para as economias, que o multilateralismo deve estar no centro das relações internacionais, que o Estado não costuma ser um bom gestor de empresas ou que a concorrência é essencial para promover a inovação e o crescimento a longo prazo.

Certamente, sempre existiram movimentos extremistas ou antissistema que descartariam totalmente estes princípios. A novidade é que os partidos tradicionais ou as novas formações começaram a ganhar força com propostas que questionam abertamente alguns deles. Nos EUA, por exemplo, o presidente Trump encetou um estímulo fiscal significativo com a dívida pública em máximos históricos, ataca repetidamente a independência da Fed, abandonou o multilateralismo e desacreditou as organizações que o incorporam defendendo um protecionismo comercial para incentivar o desenvolvimento da indústria transformadora interna. Na Europa também apareceram vozes para relaxar a política de concorrência e favorecer a criação de campeões europeus ou nacionais.

A pressão sobre o liberalismo económico está intimamente ligada ao aparecimento de fenómenos populistas. Embora surjam por diferentes razões, uma delas é a insatisfação produzida pelos resultados económicos do sistema atual e a falta de respostas que oferece a grandes desafios, como as mudanças tecnológicas, climáticas ou demográficas e respetivas consequências. Parte importante da população sente que o sistema a deixa para trás, pois os seus rendimentos não crescem como os da média ou até mesmo diminuem. Outra parte sente desconforto face a um mundo onde reina a incerteza e acelera a velocidade em que as coisas mudam. Uns e outros ouvem os cantos de sereia do populismo, que oferece receitas muito simples, geralmente de natureza iliberal, a problemas muito complexos. Contudo, apesar de ser verdade que o sistema atual não tem sido capaz de oferecer uma boa resposta a todas estas preocupações, seria um erro imenso cair na tentação iliberal.

O grande desafio é criar um novo consenso que ofereça respostas efetivas aos desafios que enfrentamos. Para tal é fundamental fazer reformas. Neste contexto, é importante fortalecer as instituições de forma a serem uma garantia de que as políticas públicas respondem ao interesse geral e não aos interesses de certos *lobbies*. Em particular, num momento em que é necessário reformular as prioridades da despesa pública, é mais importante do que nunca possuir mecanismos independentes para avaliar as políticas públicas. Estes mecanismos de responsabilização são uma ferramenta essencial para melhorar a qualidade da despesa pública e das intervenções públicas em geral. A sua utilização deveria ser muito mais comum que o normal. Neste sentido, os Países Baixos são um exemplo a seguir. Neste país, existe uma autoridade independente criada em 1945 que não só avalia as políticas adotadas, como também avalia as principais propostas eleitorais dos partidos políticos em termos de despesa orçamental e os seus prováveis efeitos económicos, levando a disciplinar os partidos e fornecendo informações muito valiosas para os eleitores.

Não restam dúvidas que o novo consenso sobre a orientação das políticas económicas deve preocupar-se com o facto de o crescimento ser mais inclusivo. Haverá quem o entenda por razões de equidade, mas também é – como antídoto à tentação iliberal – uma questão de sustentabilidade política do próprio sistema, tanto no campo económico como democrático. A promoção do crescimento inclusivo exige reformas no sistema educativo que, por exemplo, devem enfatizar mais a formação em idades precoces, bem como ao longo da vida profissional. Além da formação contínua, outras políticas ativas do mercado de trabalho também devem ganhar protagonismo para atenuar os custos da globalização e de um mundo em mudança. Para os mais jovens, é essencial uma política de habitação que promova o acesso a um custo razoável. Para os mais velhos, o sistema de pensões e de saúde tem de oferecer prestações dignas e, logicamente, garantias. Estes são apenas alguns exemplos do enorme trabalho que os gestores da política económica têm pela frente.

Cronologia

DEZEMBRO 2019

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

OUTUBRO 2019

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

AGOSTO 2019

- 1** Os EUA anunciam um novo aumento das taxas aduaneiras a 300.000 milhões de dólares de importações chinesas que ainda não tinham sido taxadas.
- 5** Os EUA culpam a China de ser um «manipulador de moedas» depois do Banco Central da China ter deixado que o yuan desvalorizasse para níveis que não eram observados desde 2008.
- 23** A China anuncia a imposição de taxas aduaneiras a 75.000 milhões de dólares de importações norte-americanas.

NOVEMBRO 2019

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

SETEMBRO 2019

- 1** Os EUA aplicam um aumento das taxas aduaneiras a 112.000 milhões de dólares para importações chinesas e a China impõe taxas a cerca de 2.000 produtos norte-americanos.
- 12** O BCE anuncia um novo pacote de estímulo, com um corte de 10 p. b. na taxa de juro da facilidade de depósito (-0,50%), um esquema de *tiering* e o reatamento das compras líquidas de ativos (20.000 milhões mensais).
- 18** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 25 p. b., para o intervalo de 1,75%-2,00%.
- 20** A agência de notação S&P eleva o *rating* de Espanha de A- para A.

JULHO 2019

- 16** Com base na proposta do Conselho Europeu, o Parlamento Europeu elege Ursula von der Leyen como presidente da Comissão Europeia.
- 24** Boris Johnson substitui Theresa May como primeiro-ministro britânico.
- 31** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 25 p. b., para o intervalo de 2,00%-2,25%.

Agenda

JANEIRO 2020

- 2** Portugal: indicador de clima económico (dezembro).
- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 9** Portugal: comércio internacional (novembro).
Portugal: volume de negócios na indústria (novembro).
- 15** Espanha: contas financeiras (3T).
Portugal: atividade turística (novembro).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 23** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (4T).
- 29** Portugal: emprego e desemprego (setembro).
- 28-29** Comité Monetário da Fed.
- 30** Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
EUA: PIB (4T e 2019).
- 31** Espanha: evolução do PIB (4T).
Espanha: evolução do IPC (janeiro). Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).

FEVEREIRO 2020

- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 5** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 10** Portugal: volume de negócios na indústria (dezembro).
- 14** Portugal: evolução do PIB (4T).
- 17** Japão: PIB (4T).
- 20** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 21** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (dezembro).
- 27** Espanha: evolução do IPC (fevereiro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
Portugal: preços da habitação (janeiro).
- 28** Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Portugal: evolução do PIB (fevereiro).

2020: a fase madura do ciclo, a fase decisiva do ciclo

Encontramo-nos na fase madura do ciclo económico. Para trás ficaram os anos da crise económica, quando fomos forçados a rever continuamente as previsões de crescimento para valores que nunca tínhamos imaginado. Os primeiros anos de recuperação também começam a ficar distantes, quando imbuídos pelo pessimismo que acabou por criar a recessão, era difícil confiar na capacidade de superar dificuldades, e as surpresas positivas eram recorrentes e importantes.

É verdade que o ritmo de crescimento das principais economias tem vindo a diminuir e que nos últimos trimestres tem sido ligeiramente inferior ao esperado. Contudo, em grande parte deveu-se à incerteza causada pelas tensões comerciais entre os EUA e a China e ao processo irregular de saída do Reino Unido da UE. Embora as duas frentes estejam longe de serem resolvidas, parece que entraram numa nova fase. O acordo alcançado entre os EUA e a China e a ratificação do acordo de saída do Reino Unido da UE sugerem que, a partir de agora, a tendência será mais construtiva em ambos os casos.

Assim, com estas frentes ligeiramente mais esclarecidas, espera-se que nas principais economias o ritmo de avanço se consolide em níveis próprios da fase madura do ciclo, momento em que ganham importância fatores subjacentes, como a demografia e o crescimento da produtividade. Em termos gerais, é o que refletem as previsões das principais casas de análise, incluindo as do BPI Research, e também os indicadores mais recentes.

Nos EUA, por exemplo, o ritmo evolutivo da atividade prossegue com o seu processo de desaceleração gradual. Nos últimos anos, o crescimento tem sido anormalmente elevado se considerarmos que a expansão se tem vindo a prolongar há uma década. Isto ocorreu devido ao forte estímulo fiscal levado a cabo pela Administração Trump em 2018 e 2019. Por outro lado, os indicadores de atividade mais recentes sugerem que o crescimento do PIB foi cerca de 2,2% homólogo no 4T 2019, um nível claramente abaixo dos 2,9% registados em 2018, mas mais em linha com a capacidade de crescimento a longo prazo da economia norte-americana, que certamente se situa abaixo de 2,0%. Apesar da desaceleração do ritmo de atividade, vale a pena destacar que a economia dos EUA continua a criar emprego a um ritmo muito positivo: em novembro, foram criados 266.000 postos de trabalho e a taxa de desemprego permaneceu num valor mínimo histórico de 3,5%. Neste contexto, é natural que a Fed tenha decidido fazer uma pausa e colocado de lado a hipótese de mais descidas nas taxas de juro nos próximos trimestres.

Na China, os indicadores de atividade são relativamente satisfatórios e continuam a afastar receios de uma travagem brusca da economia, acentuados pelo impacto das tensões comerciais no seu setor externo. Até agora, as autoridades estão a realizar uma gestão difícil mas bem-sucedida da política monetária e fiscal e conseguiram atenuar o impacto da queda nas exportações. Assim, a economia continua de forma gradual o seu processo de desaceleração para níveis mais sustentáveis a longo prazo.

Os piores presságios também se estão a afastar do Velho Continente. Os últimos indicadores de atividade sugerem que a Zona Euro fechou 2019 com um ritmo evolutivo anual de 0,9%, um registo débil e ligeiramente abaixo do seu crescimento potencial, devido às dificuldades que o setor industrial atravessa (especialmente o setor automóvel), ao impacto indireto das tensões comerciais entre os EUA e a China no setor externo europeu e ao *Brexit*. No entanto, a resiliência do setor dos serviços e do consumo permite-nos ser moderadamente otimistas.

Em suma, parece que o contexto macroeconómico, sem ser extraordinário, pode ser relativamente favorável nos próximos trimestres, desde que a geopolítica não nos dê mais sustos. Sem dúvida, são tempos favoráveis para a política económica olhar para o horizonte e enfrentar decisivamente os desafios do futuro, como a mudança climática, tecnológica e demográfica. As economias e empresas que saibam aproveitar o momento para pensar estrategicamente e reconstruir as suas forças serão as que poderão enfrentar os momentos difíceis com melhores garantias quando estes chegarem. **Estamos na fase decisiva do ciclo.**

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	1,50	1,75
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,92	1,71	1,90
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	1,85	2,20
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	1,83	2,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	1,97	2,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,25
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,46	-0,45	-0,25
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,45	-0,43	-0,20
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,15
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,34	-0,35	-0,05
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,26	-0,30	0,05
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,63	-0,40	-0,10
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,27	0,30	0,67
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,36	0,38	0,81
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	-0,09	0,61	1,05
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	1,10	1,37
Prémio de risco	11	184	110	117	71	80	70
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,34	0,68	1,25
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	-0,12	0,95	1,42
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	1,20	1,52
Prémio de risco	19	362	149	147	67	90	85
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,30	1,18	1,14	1,11	1,15	1,21
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,31	121,90	128,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,18	106,00	106,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,84	0,82
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,73	0,68
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,4	61,5	63,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,8	53,5	52,1

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,3	3,8	3,6	2,9	3,3	3,4
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,5	2,3	1,7	1,5	1,6
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	1,8	1,8
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,1	1,1	1,3
Alemanha	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	0,7	1,5
França	2,0	0,6	2,4	1,7	1,3	1,4	1,5
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	0,5	0,7
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,4	1,9	1,7	1,6
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Japão	1,5	0,4	2,2	0,3	1,1	0,7	1,1
Reino Unido	2,8	1,1	1,9	1,4	1,3	1,2	1,4
Países emergentes	6,6	5,1	4,8	4,5	3,8	4,4	4,6
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,0	5,8	5,7
Índia	9,7	6,9	6,9	7,4	5,3	6,1	6,5
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	4,8	4,7
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	2,0	2,2
México	2,4	2,1	2,1	2,1	0,3	1,3	2,1
Chile	5,0	3,2	1,3	4,0	2,2	2,8	2,8
Rússia	7,2	1,0	1,6	2,2	1,2	1,9	1,8
Turquia	5,4	4,8	7,4	3,1	0,1	2,1	2,6
Polónia	4,0	3,2	4,9	5,2	3,8	2,9	2,4
África do Sul	4,4	1,8	1,5	0,7	0,4	1,4	1,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,5	3,6	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	1,6	1,8
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	2,2	2,0
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,1	1,2	1,7
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,3	1,3	1,8
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,2	1,4	1,8
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	1,0	1,5
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,4	0,7	1,0
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	1,1	1,2
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,9	1,8	2,1
Países emergentes	6,8	5,8	4,3	4,8	4,9	5,0	4,6
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,7	2,8	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	5,0	5,1
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,2	3,0	2,8	2,9
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,8	3,6	3,8
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,7	3,7	3,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,2	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,6	3,7	4,0
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	16,1	13,5	10,0
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,5	2,5
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	4,2	4,5	4,9

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	3,0	1,8	1,2	1,6	1,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	1,0	1,9	2,3	1,8	1,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-3,8	5,9	5,3	2,8	2,8	2,4
Bens de equipamento	5,0	-1,5	8,5	5,7	5,1	5,3	2,6
Construção	5,7	-6,5	5,9	6,6	1,4	1,1	2,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,0	2,6	1,7	1,9	1,5
Exportação de bens e serviços	4,8	2,8	5,6	2,2	1,7	2,1	3,0
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	6,6	3,3	1,0	3,3	3,1
Produto interno bruto	3,7	0,0	2,9	2,4	1,9	1,5	1,5
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,2	1,4	1,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,2	13,6	13,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	1,0	1,4
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	0,7	1,2	2,5	2,5	2,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	1,6	1,3	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	1,8	1,5	1,6
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-7,1	-3,0	-2,5	-2,3	-2,0	-1,5

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

Previsões

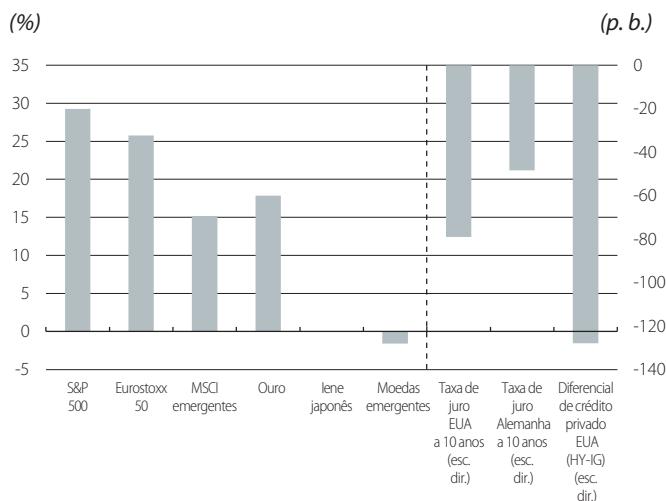
O regresso do apetite pelo risco fecha um ano com oscilações no sentimento de investimento

Tendência positiva dos mercados no final do ano. Terminou 2019, um ano em que os principais catalisadores dos mercados financeiros foram as tensões comerciais entre os EUA e a China, a resolução do *Brexit*, a desaceleração do crescimento mundial e o regresso a estímulos monetários por parte dos principais bancos centrais. Dezembro não foi exceção, e o ano terminou com avanços no campo comercial (com um primeiro acordo entre os EUA e a China) e na situação política britânica (onde o Parlamento já aprovou o acordo de saída da UE). Além disso, os bancos centrais reforçaram o seu compromisso com as medidas acomodatórias dos meses anteriores. Assim, num cenário de estabilização das perspetivas económicas, a volatilidade nos diferentes mercados financeiros reduziu em dezembro e os investidores demonstraram um maior apetite por ativos de risco, o que resultou em ganhos generalizados nas bolsas de valores e nos preços das matérias-primas e num ligeiro aumento das taxas de juro. No entanto, apesar do melhor desempenho nas últimas semanas do ano, os riscos sobre o cenário económico e financeiro vão continuar presentes em 2020, e a sensibilidade que os mercados demonstraram ao longo de 2019 aos acontecimentos geopolíticos e às mensagens dos principais bancos centrais sugerem que os mesmos vão continuar a definir o ânimo dos investidores no novo ano.

Um ano positivo para as bolsas, apesar das oscilações. Se 2019 começou com receio de que as turbulências do final de 2018 continuassem a afetar as cotações, o ano finalmente terminou com ganhos significativos e generalizados: perto de 30% acumulado no caso das economias avançadas e cerca de 15% nas emergentes. Estes valores vão mais além do efeito de recuperação das fortes turbulências registadas no outono de 2018 e, de facto, os principais índices estão claramente acima dos valores máximos registados no verão de 2018: superaram em mais de 10% nas economias avançadas e cerca de 6% nas emergentes. Os ganhos apoiaram-se nas medidas acomodatórias adotadas pelos bancos centrais ao longo do ano e num certo acalmar das incertezas geopolíticas entre os EUA e a China e na Europa (*Brexit* e Itália), bem como na constatação de que os riscos de recessão económica foram amenizados pela resiliência da procura interna. No entanto, o ano não esteve isento de turbulências e em várias ocasiões as bolsas registaram correções significativas devido às tensões geopolíticas (como no episódio de aversão ao risco no verão passado). Além disso, a este fator de risco unem-se os elevados múltiplos nalgumas bolsas de valores ocidentais (como os rácios *price-to-earnings*), que destacam o receio de sobrevalorização de alguns ativos enfatizado repetidamente por instituições como o FMI ou o BIS.

As taxas de juro estão ancoradas em terreno acomodatório. Nas reuniões de dezembro, tanto o BCE como a Fed enviaram uma mensagem de continuidade das medidas acomodatórias aplicadas ao longo de 2019. Por um lado, na estreia de Christine Lagarde como nova presidente, o BCE decidiu manter a política monetária inalterada e reafirmou o seu compromisso com o pacote de estímulo anunciado em setembro (descida da taxa

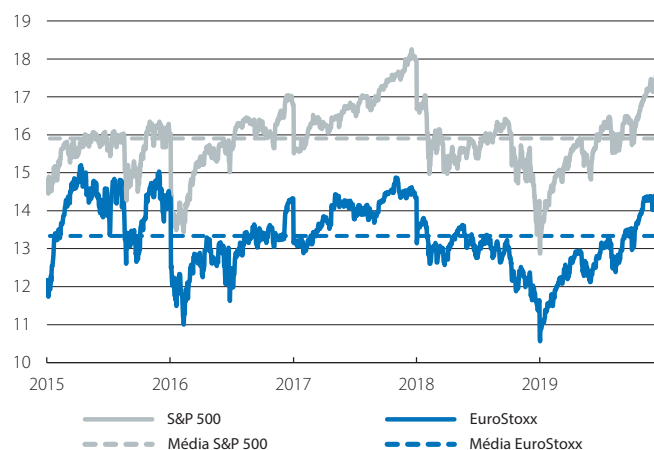
Variáveis financeiras selecionadas: variação em 2019



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

Rácio P/E: evolução e média dos últimos cinco anos

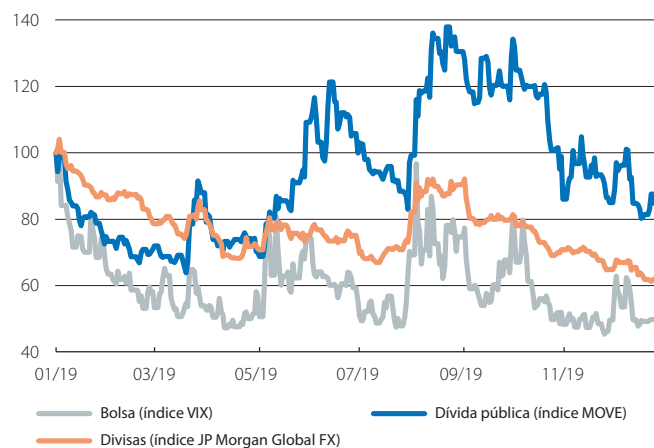
(12 meses forward)



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

Volatilidade implícita nos mercados financeiros

Índice (100 = janeiro 2019)



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

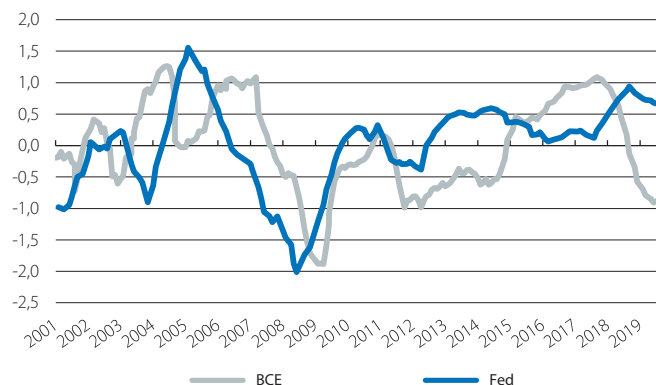
de juro depo para -0,50%, o reatar das compras líquidas de ativos e condições mais favoráveis para as TLTRO). Além disso, baseando-se na leitura de um cenário de fraco crescimento e na persistência de riscos, o BCE reafirmou a necessidade de manter as condições financeiras favoráveis por um longo período de tempo. Por sua vez, a Fed manteve a taxa de juro no intervalo de 1,50%-1,75%, após três cortes nos passados meses de julho, setembro e outubro. Além disso, as novas projeções da Fed mostram que 13 dos seus 17 membros não preveem alterações nas taxas de juro em 2020 (enquanto os quatro restantes apenas preveem um aumento de 25 p. b.), o que afastou as probabilidades implícitas nas cotações financeiras de novos cortes em 2020. No entanto, estas mensagens contrastam com as lançadas há um ano, quando em dezembro de 2018 o BCE pôs termo às compras líquidas de ativos e a Fed indicou a intenção de fazer três aumentos nas taxas de juro. Assim, nos mercados de rendimento fixo, 2019 foi marcado por quedas acentuadas nas taxas de juro soberanas (no acumulado do ano, cerca de -75 p.b. e -40 p.b. nas taxas de juro a 10 anos dos EUA e da Alemanha, respetivamente), embora tenham moderado nos últimos meses, graças à recuperação do sentimento dos investidores: em dezembro, as taxas de juro a 10 anos dos EUA e da Alemanha recuperaram cerca de 15 p.b. e culminaram uma recuperação de cerca de 50 p.b. desde os valores mínimos registados no verão passado.

As moedas emergentes cedem face ao dólar. Durante 2019, o dólar americano exibiu uma maior robustez na sua taxa de câmbio em comparação com a maior parte das moedas mundiais, penalizadas pela incerteza económica, tensões comerciais e pelos diferenciais da taxa de juro a longo prazo. Estes fatores pesaram especialmente entre os países emergentes, cujas moedas desvalorizaram claramente face ao dólar (afetadas, também, por vários fatores idiossincráticos). Os casos de maior destaque foram os do renminbi (cuja desvalorização fez com que quebrassem a barreira dos 7 yuans por dólar pela primeira vez desde 2008) e a maior parte das moedas latino-americanas (cuja desvalorização média em dezembro foi de 4% de acordo com o índice da JP Morgan para a América Latina). Por outro lado, em dezembro, a libra esterlina protagonizou uma valorização de cerca de 2% face ao dólar, impulsionada pelo resultado das eleições legislativas no Reino Unido e pela perspectiva de um *Brexit* acordado no próximo dia 31 de janeiro.

O ano termina com aumento das matérias-primas. A melhoria do sentimento de investimento também fez aumentar os preços das matérias-primas no período final do ano. Para este aumento também contribuiu, no mercado de petróleo, a decisão da Opep e dos seus parceiros (liderados pela Rússia) de reduzir a sua produção de petróleo bruto em mais de 500.000 barris diários a partir de janeiro de 2020, aumentando os cortes para 1,7 milhões de barris por dia em comparação com os níveis de outubro de 2018 (para obter mais informações consulte o artigo «Petróleo: juntando as peças do quebra-cabeças» nesta mesma edição da *Informação Mensal*). Além disso, apesar da duração do contrato (que termina em março de 2020) não se ter estendido, a Arábia Saudita expressou a sua disposição de continuar a liderar os cortes de produção, um fator que favoreceu o aumento do barril de Brent para mais de 65 dólares.

Índice de sentimento económico dos bancos centrais

Índice

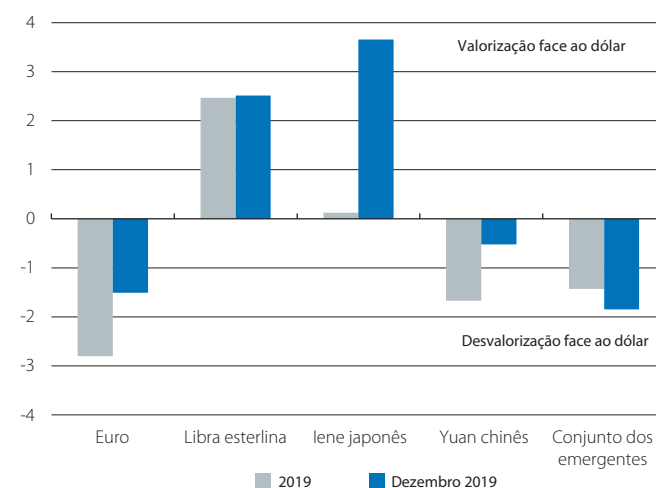


Nota: O índice de sentimento dos bancos centrais mede o pessimismo ou otimismo depreendido do comunicado de imprensa da Fed e da conferência de imprensa do BCE posterior às suas respetivas reuniões. Para mais informações veja o artigo «O «sentido e a sensibilidade» das mensagens do BCE na IM11/2019.

Fonte: BPI Research.

Moedas internacionais face ao dólar

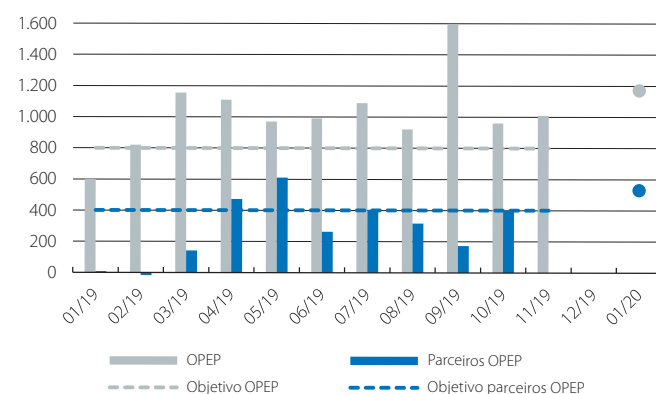
Variação (%)



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

OPEP: cumprimento dos cortes acordados em dezembro de 2018

Milhões de barris diários (mb/d)



Nota: Os valores acima das linhas a tracejado indicam a existência de um excesso de cumprimento nos cortes de produção. O ponto no final mostra o corte acordado a 6 de dezembro e que entrará em vigor a partir de janeiro de 2020.

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

Petróleo: juntando as peças do quebra-cabeças

- Em dezembro, a OPEP anunciou novos cortes na sua produção para reduzir a diferença entre a oferta e a procura no mercado de crude. Isto ocorreu, principalmente, devido a um aumento da procura inferior ao esperado.
- Para 2020, a incerteza em torno do crescimento económico, juntamente com os fatores clássicos de oferta (cortes da OPEP, tensões geopolíticas e indústria do *shale*) podem introduzir volatilidade no mercado de petróleo.

No início de dezembro de 2019, a OPEP e os seus parceiros (OPEP+) decidiram reduzir ainda mais a produção de petróleo. Especificamente, os cortes impostos em dezembro de 2018 aumentaram em 0,5 milhões de barris diários (mb/d) e situam-se agora em 1,7 mb/d em relação aos níveis de outubro do mesmo ano. Com esta ação, **o cartel procura sustentar o preço do petróleo ligeiramente acima dos 60 dólares. Será que vai conseguir?** A seguir vamos construir o quebra-cabeças do que aconteceu em 2019 e veremos se com as mesmas peças é possível montar o de 2020.

2019: o barril de Brent ao ritmo da procura...

As dúvidas sobre a procura marcaram a evolução do petróleo ao longo de 2019. Após as fortes turbulências financeiras no final de 2018 (motivadas pelo receio de uma forte desaceleração da atividade mundial), a viragem acomodatória dos principais bancos centrais e a tendência (aparentemente) mais construtiva no conflito comercial entre os EUA e a China no período inicial de 2019, amenizou os primeiros receios de debilidade económica e levou à **recuperação do sentimento de investimento**. Assim, **o ano começou com uma recuperação nas perspetivas de procura e um forte impulso no preço do barril de Brent**, que o fez aumentar mais de 20 dólares até atingir os 74 dólares. O impulso do sentimento é bem ilustrado no primeiro gráfico, onde é possível observar como o preço do barril de Brent imitou a subida da bolsa norte-americana no primeiro semestre de 2019¹.

No entanto, antes do verão, as preocupações com a procura reapareceram com a intensificação das tensões comerciais entre os EUA e a China. **Os novos receios de uma forte desaceleração da atividade global e a observação de um aumento sustentado dos inventários de crude levantaram dúvidas sobre a solidez da procura de petróleo**. Tudo isto resultou numa redução das previsões de procura de petróleo prevista para os trimestres seguintes. Por exemplo, enquanto em outubro de 2018 a OPEP previa um aumento na procura de 1,4 mb/d em 2019, no seu último relatório (novembro de 2019) a previsão reduziu para 1,0 mb/d. O facto de esta redução nas expectativas ser explicada pela desaceleração do PIB mundial é bem ilustrado com um simples exercício: se estimarmos a sensibilidade da

procura de petróleo às alterações no crescimento económico das economias avançadas e emergentes, obtemos resultados semelhantes. Especificamente, de acordo com o crescimento económico que prevíamos no final de 2018, a procura de petróleo deveria ter aumentado em 1,2 mb/d em 2019. No entanto, as nossas previsões mais recentes do PIB implicam que aumentará apenas 0,8 mb/d. Além disso, o exercício indica que a queda na procura esperada ocorreu principalmente nos países da OCDE, dado que anteriormente se esperava que aumentasse o seu consumo em 0,15 mb/d, enquanto as últimas projeções sugerem que vão acabar por reduzir em 0,19 mb/d.

Da mesma forma, esta dinâmica também é observada nas previsões para 2020. Enquanto no final de 2018 prevíamos uma procura de 101,9 mb/d em 2020, a sensibilidade histórica do crescimento económico e a procura de crude sugerem que apenas será de 101,2 mb/d, o que equivale a um aumento homólogo de 1,2 mb/d (em vez dos 1,4 mb/d inicialmente previstos).

...apesar das tensões geopolíticas

No segundo semestre do ano, o preço do barril de Brent demonstrou uma maior estabilidade e oscilou em torno dos 60 dólares. No entanto, um episódio turbulento no período final de setembro fez-nos lembrar que **as tensões geopolíticas no Médio Oriente podem ser perturbadoras no mercado do petróleo**. Desta vez, além de sabotagens a navios mercantes perto do Estreito de Ormuz², o mercado viu como era possível atacar infraestruturas estratégicas. Especificamente, um grupo rebelde do Iémen

Bolsa norte-americana e petróleo Brent



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

1. Além disso, alguns elementos do lado da oferta, como cortes na produção da OPEP+ e perturbações nas infraestruturas da indústria do *shale*, favoreceram este aumento do preço. Para mais informações, consulte «A montanha russa do petróleo: subidas, descidas... E agora?» na IM09/2019.
2. Área estratégica no Golfo Pérsico, através da qual circula cerca de 20% do petróleo mundial.

atacou a maior refinaria da Arábia Saudita, danificando cerca de metade da capacidade produtiva do país, equivalente a 5% da produção mundial. O impacto no preço do petróleo causado por este choque não foi nada desproporcionado³, mas durou poucos dias: os inventários de crude acumulados nos últimos anos ajudaram a suportar o que noutros períodos, com um mercado de petróleo mais saturado, poderia ter sido um choque de oferta muito mais significativo.

O que pode acontecer em 2020?

O consenso dos analistas sugere que o preço do barril do Brent em 2020 permanecerá estável entre os 60 e 65 dólares, uma visão que também partilhamos. Por um lado, a produção de *shale* atua como um travão ao aumento do preço do petróleo. Como o preço de *break-even* da indústria de *shale* é ligeiramente mais elevado do que noutras fontes de produção⁴, se o preço do barril Brent aumentar para níveis elevados, seria de esperar uma recuperação da oferta de *shale* por parte daqueles poços que precisam de preços mais elevados para serem rentáveis. Assim, esta reação torna menos provável a ocorrência de desvios acima dos 70 dólares de maneira sustentada.

Por outro lado, com a sua última decisão, a OPEP alterou um pouco a sua estratégia. Especificamente, nesta reunião o cartel aumentou a dimensão dos cortes, mas não os estendeu para além de março. Com esta decisão, a OPEP consegue aumentar o preço a pronto do crude sem mudar excessivamente o preço dos contratos futuros (ver o último gráfico). Como analisámos no passado⁵, a OPEP sente-se mais à vontade com o mercado de petróleo em *backwardation* (ou seja, com um preço a pronto mais alto do que o preço futuro), dado que é uma situação menos favorável para os produtores de *shale*, cujo modelo de produção depende mais dos preços futuros. No entanto, os cortes anunciados pela OPEP e os seus parceiros não garantem uma estabilidade da oferta: de facto, os países desviaram-se sustentadamente do acordo (cortando mais no caso da OPEP e menos no caso dos não OPEP).

Finalmente, será fundamental ver como evolui a procura de petróleo. Vimos que em 2019 a procura foi a peça-chave nos movimentos do preço do barril de Brent. Para 2020, é de esperar um pouco mais de dinamismo na atividade mundial, refletindo uma desaceleração suave em economias como a dos EUA ou da China, a continuidade do crescimento moderado na Zona Euro e a recuperação das eco-

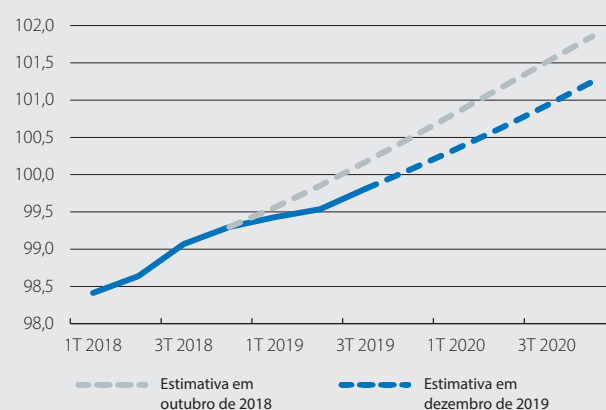
3. O barril de Brent chegou a ficar 15% mais caro numa sessão onde se registou o maior aumento diário desde o início da Guerra do Golfo em 1990.

4. Em média, o preço do barril West Texas (ligeiramente inferior ao Brent nos últimos anos) partir do qual é rentável um poço na indústria do *shale* nos EUA é de 50 dólares, enquanto na Arábia Saudita o preço de *break-even* é inferior a 10 dólares.

5. Para mais informações, consulte «O dilema da OPEP e o fim do *contango* no mercado do crude» na IM09/2017.

Procura de petróleo mundial

Milhões de barris diários (mb/d)

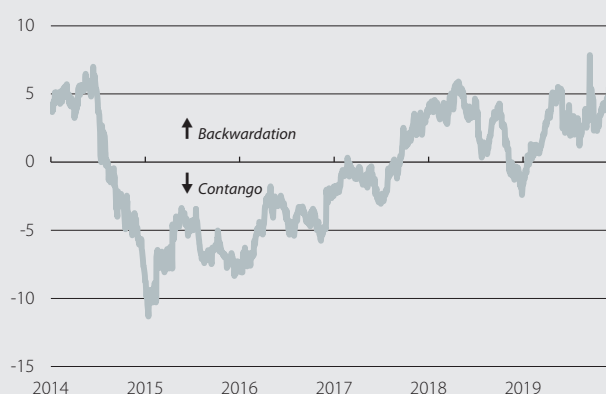


Nota: Média móvel de quatro trimestres.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Agência Internacional da Energia.

Diferença entre o preço a pronto e futuro a 12 meses do barril de Brent

(Dólares)



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

nomias emergentes que tiveram um desempenho pior do que o previsto em 2019. Isto deve apoiar a procura de petróleo e suportar os preços nos níveis referidos anteriormente. No entanto, como demonstra a experiência de 2019, a incerteza em torno das expectativas de crescimento económico pode ser novamente um fator de volatilidade para o petróleo.

Em suma, parece evidente que as principais peças do quebra-cabeça de 2019 estarão também presentes em 2020 (OPEP, tensões geopolíticas, crescimento económico e indústria do *shale*). Como é tradição no mercado de petróleo, todas elas podem acabar por se encaixar em diversas configurações. Além disso, novos fatores como por exemplo regulamentos ambientais mais rigorosos sobre as emissões de carbono ou sobre a utilização de plástico descartável, podem ganhar destaque nos próximos anos.

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	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	-0,38	-0,40	2	-7,4	-7,3
Euribor 12 meses	-0,25	-0,27	2	-13,2	-12,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,64	-0,62	-2	-6,7	-5,8
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,60	-0,63	3	0,9	1,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,19	-0,36	18	-42,7	-35,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,47	0,42	5	-94,8	-93,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,44	0,40	4	-128,0	-127,1
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,75	0	-75,0	-75,0
Libor 3 meses	1,91	1,91	0	-89,9	-88,6
Libor 12 meses	2,00	1,95	4	-100,9	-100,6
Dívida pública a 1 ano	1,57	1,59	-2	-103,0	-102,0
Dívida pública a 2 anos	1,57	1,61	-4	-91,9	-89,9
Dívida pública a 10 anos	1,92	1,78	14	-76,7	-70,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	44	48	-4	-44,6	-44,9
Itraxx Financeiro Sénior	52	57	-5	-56,9	-60,4
Itraxx Financeiro Subordinado	114	118	-5	-114,8	-114,2

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
EUR/USD (dólares por euro)	1,121	1,102	1,8	-2,2	-1,2
EUR/JPY (ienes por euro)	121,770	120,610	1,0	-3,2	-1,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,846	0,852	-0,7	-5,9	-6,0
USD/JPY (ienes por dólar)	108,610	109,490	-0,8	-1,0	-0,2

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Índice CRB de matérias primas	401,6	386,4	3,9	-1,9	-1,9
Brent (\$/barril)	66,0	62,4	5,7	22,7	20,2
Ouro (\$/onça)	1.517,3	1.464,0	3,6	18,3	18,1

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2019 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
S&P 500 (EUA)	3.230,8	3.141,0	2,9	28,9	28,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.745,2	3.703,6	1,1	24,8	25,1
Ibex 35 (Espanha)	9.549,2	9.352,0	2,1	11,8	11,7
PSI 20 (Portugal)	5.214,1	5.127,4	1,7	10,2	10,0
Nikkei 225 (Japão)	23.656,6	23.293,9	1,6	18,2	18,2
MSCI emergentes	1.114,7	1.040,1	7,2	15,4	16,6

2020: às portas de um ano exigente, novamente

Ponto de inflexão no caminho da desaceleração global?

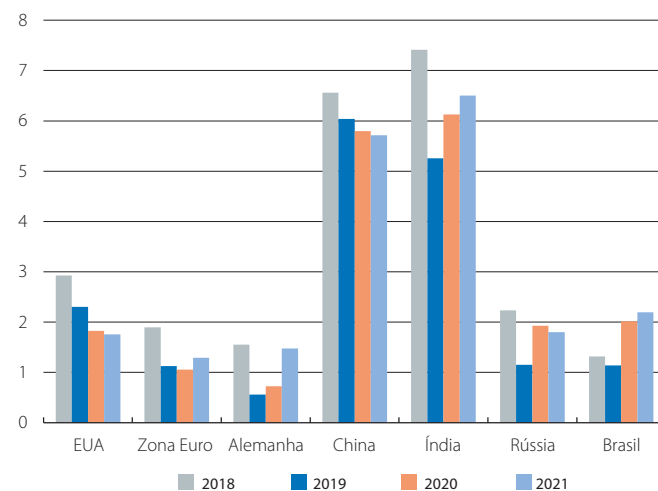
Após alguns trimestres complicados, nos quais os indicadores de sentimento económico estavam a ceder a nível global, foi possível observar recentemente o aumento de alguns dos indicadores de confiança. Por exemplo, o indicador global do PMI compósito para novembro situou-se nos 51,5 pontos (+0,7 pontos em relação a outubro). É possível extrair uma leitura semelhante do PMI das indústrias a nível mundial que, pela primeira vez desde abril, se situou em zona de expansão (acima dos 50 pontos), graças ao facto de as economias emergentes já estarem a recuperar da crise do setor (e não as avançadas). Estes dados são um presságio de esperança para a ligeira melhoria prevista para este ano que começa: esperamos que o crescimento do PIB global aumente de 2,9% em 2019 para 3,3% em 2020, devido principalmente à recuperação daquelas economias emergentes com piores resultados em 2019 (Brasil, Índia, Rússia e Turquia), com uma desaceleração controlada das economias dos EUA e da China e, na Zona Euro, a continuidade de um crescimento em níveis baixos, mas positivos.

Os riscos comerciais ainda estão presentes, mas atenuaram no último mês. O processo de desaceleração económica global que ocorreu nos últimos trimestres é explicado por uma combinação de fatores de natureza diferente que atuam em simultâneo e que devem continuar a dificultar o crescimento das principais economias (EUA, Zona Euro e China) nos próximos tempos. Estes fatores são bem conhecidos dos nossos leitores: o conflito comercial entre EUA e a China, o *Brexit* e os problemas do setor automóvel europeu. No último mês, foi observada uma melhoria nas perspetivas de dois destes fatores, o conflito comercial (especialmente) e o *Brexit*. Em relação ao conflito comercial, os EUA e a China anunciaram em meados de dezembro um primeiro acordo comercial (a primeira fase de um total de três) no qual a China se compromete a aumentar substancialmente as suas compras de bens e serviços norte-americanos e, após o qual, os EUA suspenderam o aumento das taxas aduaneiras previsto para 15 de dezembro e reduziram as taxas aplicadas em setembro de 2019 (para obter mais informações, consulte o artigo «Comércio internacional: primeira impressão da Primeira Fase» nesta edição da Informação Mensal). O saldo do acordo é positivo, pois ajuda a reduzir a incerteza comercial que tantos estragos causou em 2019 e, além disso, também representa uma primeira abordagem a elementos contenciosos mais profundos entre a China e os EUA, como a propriedade intelectual e a transferência tecnológica. Portanto, é um primeiro passo positivo mas em relação ao qual devemos ser prudentes: é preciso observar como decorrem as negociações das fases seguintes e devemos ser conscientes que vai demorar para que os consumidores e as empresas recuperem a confiança.

Dissipa-se a incerteza em torno do *Brexit*... por agora. As eleições legislativas no Reino Unido de 12 de dezembro deram ao Partido Conservador de Boris Johnson uma maioria absoluta (com 365 dos 650 assentos na Câmara dos Comuns). Assim, o resultado das eleições permitiu que a 20 de dezembro fosse

Previsões do PIB

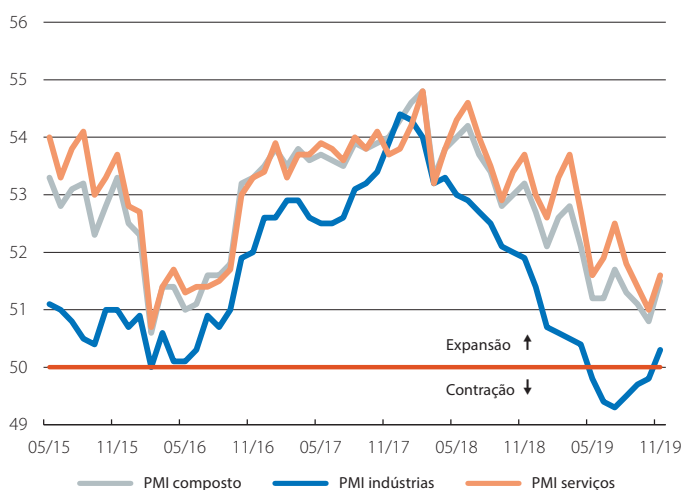
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research.

Indicadores de atividade mundial: PMI

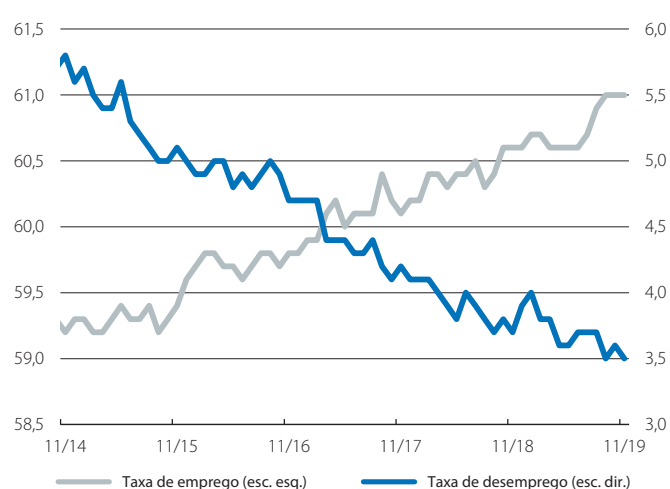
Nível



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

EUA: mercado de trabalho

(%)



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

efetuada uma rápida ratificação na Câmara do projeto de lei sobre o acordo de saída que Johnson alcançou com a UE. Neste sentido, o *Brexit* entrará em vigor o mais tardar a 31 de janeiro de 2020, para dar lugar a um período de transição no qual o Reino Unido permanecerá no mercado comum europeu e estará sujeito às regras da UE enquanto são negociados os termos da nova relação. Assim, 2020 será o ano de negociações entre o Reino Unido e a UE para selar um novo acordo comercial, um processo considerado complexo e que pode criar novos episódios de incerteza (no caso de ausência de acordo, o final do período de transição daria lugar a um *Brexit* duro). De facto, o projeto aprovado inclui uma nova cláusula que proíbe o governo de estender a fase de transição para além de 31 de dezembro de 2020, o que irá aumentar a complexidade de umas negociações por si só já difíceis.

ESTADOS UNIDOS

Os EUA perante o seu ano mais exigente. Em 2020, a economia deverá continuar a desacelerar devido à maturidade do ciclo (os EUA atravessam o período de expansão mais longo da sua história moderna, somando mais de 40 trimestres consecutivos) e devido à dissipação do estímulo fiscal lançado no final de 2017, embora a desaceleração esteja suportada pela viragem acomodatória que a Fed efetuou no segundo semestre de 2019. Assim, de acordo com as nossas previsões, o crescimento será de cerca de 1,8% na média do ano, um nível razoavelmente positivo e próximo da média das duas últimas décadas (2,1%). No entanto, o cenário macroeconómico não pode, em caso algum, separar-se do ecossistema político, com as atenções voltadas para o resultado do processo de *impeachment* contra o presidente Trump e, acima de tudo, para as eleições presidenciais de 3 de novembro deste ano.

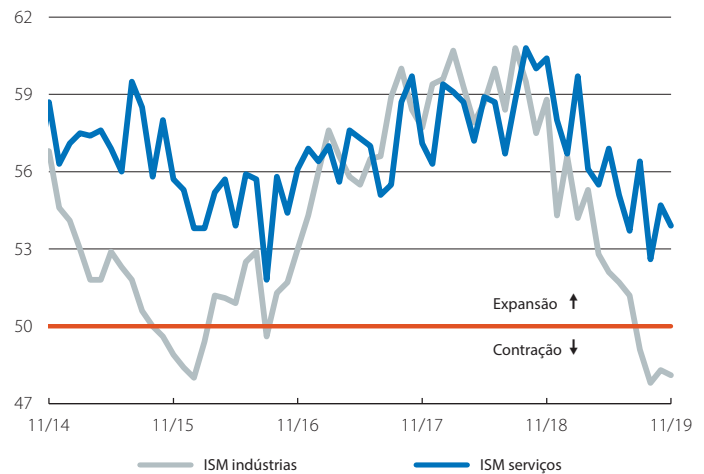
Altos e baixos no período final de 2019. Indicadores de sentimento dos EUA continuaram a sugerir uma desaceleração da atividade no quarto trimestre. O índice de sentimento empresarial (ISM) das indústrias de novembro caiu ligeiramente desde níveis que já eram baixos (48,1 pontos, abaixo dos 50 pontos). Por sua vez, o ISM dos serviços também desceu (-0,8 pontos, para 53,9 pontos), embora este número ainda se situe consideravelmente acima do limite dos 50 pontos. Contudo, convém destacar que a criação de emprego em novembro foi muito mais forte do que a prevista (266.000 empregos) e do que era de esperar de uma economia que se encontra em pleno emprego (a taxa de desemprego permaneceu nuns reduzi-dos 3,5%).

JAPÃO

Melhoria nas perspetivas da economia japonesa. O Executivo nipónico lançou um plano de estímulos fiscais que, para além de incentivos fiscais, inclui importantes medidas de despesas para atenuar o impacto negativo do aumento do IVA em outubro de 2019 e da desaceleração comercial mundial, bem como o risco derivado de uma desaceleração da economia após os Jogos Olímpicos de Tóquio 2020. Este estímulo, juntamente com a importante revisão em alta do crescimento do PIB no 3T 2019 (de 0,1% em cadeia preliminar para 0,4%), melhorou as perspetivas de crescimento do Japão em 2020 e 2021.

EUA indicadores de atividade

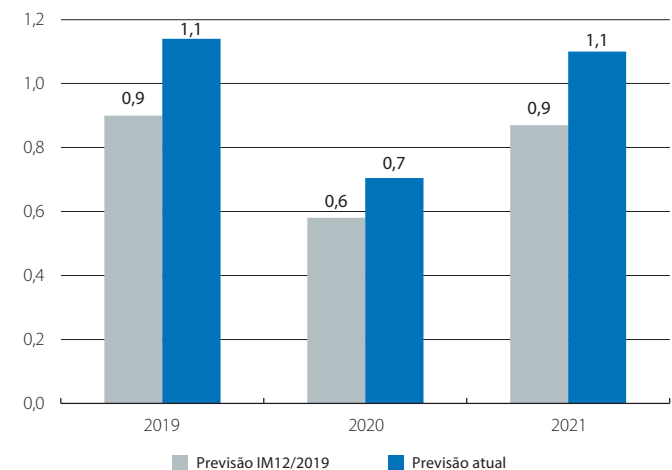
Nível



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

Japão: previsões do PIB

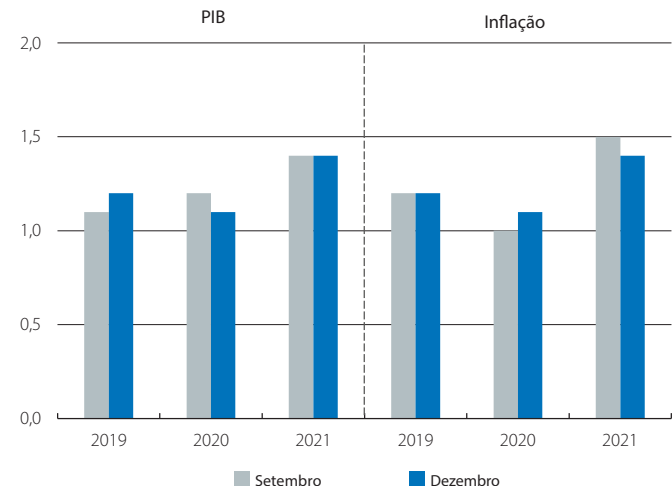
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research.

Zona Euro: previsões do BCE do PIB e da inflação

Variação anual (%)



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

ZONA EURO

Ano de transição? Esperamos que a Zona Euro mantenha um ritmo de crescimento semelhante ao do ano passado, em torno de 1,1%. Neste sentido, 2020 será um ano de transição dedicado a curar feridas recentes: se a tensão comercial entre os EUA e a China acalmar e se o setor automóvel recuperar paulatinamente do desgaste, a Zona Euro poderá avançar gradualmente e terminar 2020 numa posição um pouco mais relaxada de modo a poder enfrentar os próximos anos com maior otimismo (embora convém não esquecer a presença de um crescimento relativamente modesto da produtividade e uma demografia adversa). Leitura semelhante é possível obter da atualização das previsões económicas do BCE, que sugere um maior dinamismo após 2021, graças à redução da incerteza após um *Brexit* ordenado, à melhoria da procura externa e ao relaxamento da política fiscal nalguns países.

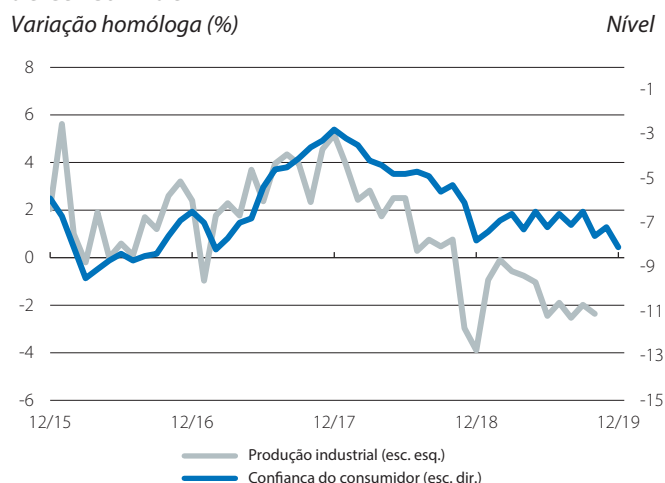
Indicadores em níveis mistos. O setor industrial continua em recessão, tal como indica um PMI do setor nos 45,9 pontos em dezembro (46,9 em novembro, claramente abaixo dos 50 pontos que delimitam a zona de expansão da de contração) e os dados mais recentes da produção industrial (-2,2% homólogo em outubro). Por países, destaque para a forte queda da produção industrial na Alemanha (-6,3% homólogo), sugerindo que a economia alemã ainda não superou os seus problemas. Por outro lado, tanto o sentimento empresarial no setor dos serviços como a confiança do consumidor seguiram uma evolução positiva na parte final do ano, um elemento de esperança que mostra que os problemas do setor industrial não se alastraram para o conjunto da economia (analisamos este possível contágio no artigo «As dificuldades da indústria: vão contagiar os serviços?» nesta edição da *Informação Mensal*).

EMERGENTES

Ares de maior tranquilidade na China. Os indicadores de atividade recuperaram algum fôlego no final de 2019, situação que, aliada à assinatura do acordo comercial com os EUA afasta ainda mais a possibilidade de que a China sofra uma forte desaceleração nos próximos trimestres (convém não esquecer que o setor externo foi penalizado nos últimos meses por medidas protecionistas por parte dos EUA). Neste sentido, 2020 deveria ser um ano em que a economia desacelerará muito ligeiramente.

A recuperação dos restantes emergentes já está em andamento. Dissemos na introdução que a recuperação de algumas economias emergentes que passam por dificuldades em 2019 explicará a ligeira melhoria da economia mundial em 2020. De facto, nalgumas economias esta recuperação já começou no período final de 2019. No Brasil, surpreendeu positivamente o aumento do PIB no 3T, registando 1,2% homólogo suportado na recuperação do consumo e do investimento. Por outro lado, a Turquia também cresceu mais do que o previsto (0,9% homólogo), embora neste caso ainda permaneçam algumas dúvidas sobre o crescimento futuro, dado que o saneamento das empresas ainda não se concluiu, o país é vulnerável a riscos geopolíticos e a necessidade de financiamento externo permanece elevada.

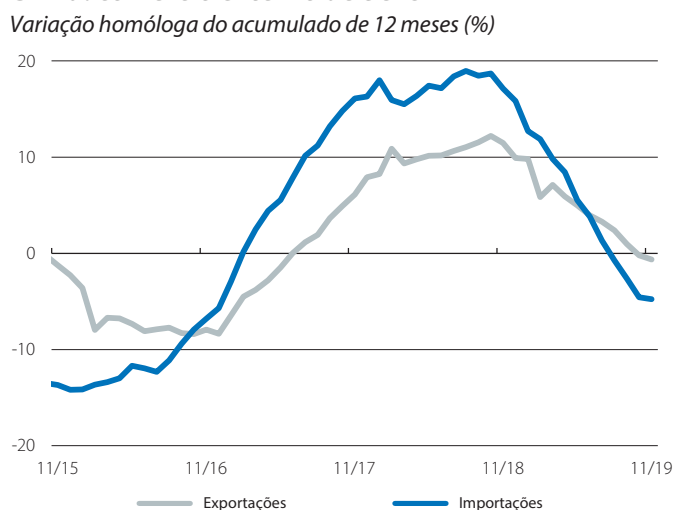
Zona Euro: produção industrial * e confiança do consumidor



Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

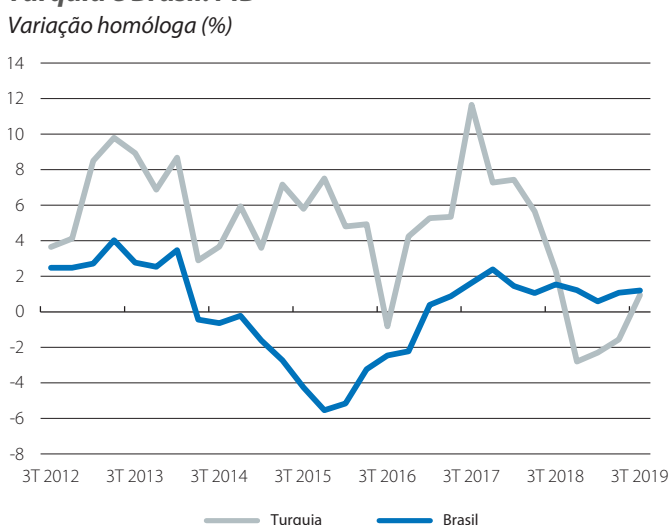
China: comércio externo de bens *



Nota: * Variação obtida a partir de dados nominais em dólares.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Alfândega chinesa.

Turquia e Brasil: PIB



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

As dificuldades da indústria: vão contagiar os serviços?

- O contágio da indústria aos serviços tem sido, até agora, moderado. No entanto, os serviços podem acabar por sofrer se os riscos para o crescimento global intensificarem.

A debilidade do setor industrial, que analisámos recentemente¹, é um dos grandes fatores por trás da desaceleração da economia mundial e, em particular, da Zona Euro. No entanto, a resistência exibida pelo setor dos serviços, que representa a maior parte da atividade², continua a impulsionar o crescimento e dá seguimento à expansão. Contudo, que grau de resistência mostraram os serviços? Existem riscos de que a indústria possa contagiar a sua debilidade?

Indústria e serviços: em que ponto cíclico estamos?

Desde o final de 2017 que a atividade industrial tem vindo a moderar de forma generalizada até entrar, em 2019, em fase de recessão. Isto é bem ilustrado pela queda de indicadores como o PMI das indústrias, que mede a atividade através de inquéritos que captam o sentimento dos empresários do setor. Precisamente, a preocupação com a resistência dos serviços e o seu possível contágio surge quando observamos que o PMI dos serviços também sofreu uma desaceleração sustentada desde o final de 2017. Contudo, não devemos fazer uma leitura precipitada destes dados. Como é possível observar no primeiro gráfico, a moderação da atividade dos serviços tem sido menos intensa e, ao contrário do que indicam os dados das indústrias, os indicadores continuam a sugerir uma expansão do setor dos serviços.

Além disso, embora indicadores de sentimento como o PMI meçam bem o crescimento da atividade real tanto na indústria como nos serviços³, uma queda de 1 ponto do PMI setorial não reflete a mesma realidade na indústria do que nos serviços: como é possível observar no segundo gráfico para o caso específico da Zona Euro, a desaceleração que se verifica no valor acrescentado (VAB) industrial é quase três vezes maior que a do VAB dos serviços. Ou, por outras palavras, a queda do PMI dos serviços deveria ser quase três vezes maior do que a do PMI das indústrias para refletir a mesma desaceleração da atividade real nos dois setores da Zona Euro.

Isto é precisamente o oposto do que tem vindo a acontecer desde 2017, razão pela qual não é de surpreender que o VAB de serviços tenha desacelerado muito menos do que o da indústria (ver o terceiro gráfico) e continue a evoluir cerca de 2% no conjunto da Zona Euro (1,7% homólogo

Indicadores de atividade: PMI da Zona Euro

Índice

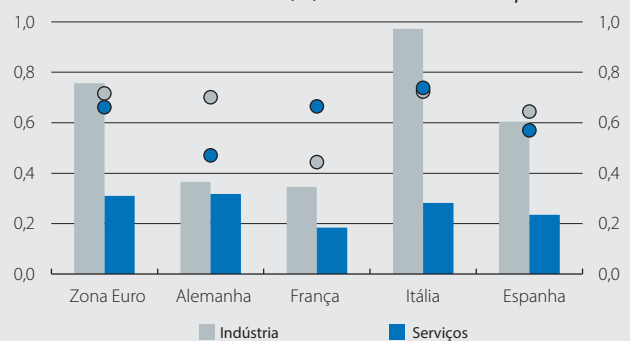


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Relação entre o PMI e o valor acrescentado bruto (VAB)

Sensibilidade do VAB ao PMI (p. p.)*

R-quadrado *

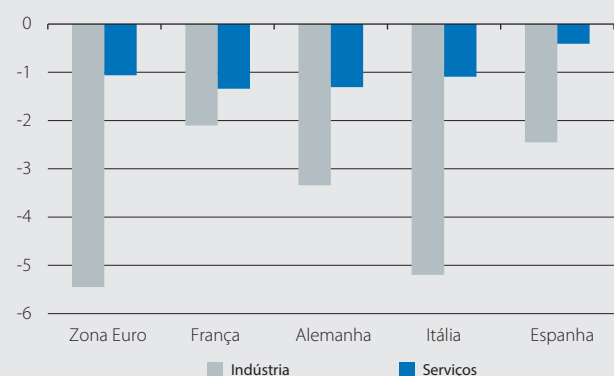


Nota: * É exibida em gráfico a β (esc. esq.) estimada na regressão $\Delta VAB_{t,j} = \alpha + \beta PMI_{t-1,j} + \epsilon_{t,j}$ onde $\Delta VAB_{t,j}$ corresponde ao crescimento homólogo do valor acrescentado bruto do setor j . Em círculos (esc. dir.), é representado o R-quadrado de cada regressão.

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

Valor acrescentado bruto: desaceleração entre o 4T 2017 e o 3T 2019*

(p. p.)



Nota: * Diferença entre o crescimento homólogo do 4T 2017 e do 3T 2019.

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

1. Ver «As dificuldades do setor industrial mundial», na IM12/2019.

2. Por exemplo, cerca de 75% do valor acrescentado bruto na Zona Euro e Espanha.

3. Como mostram, no segundo gráfico, os R-quadrado elevados e semelhantes nos dois setores.

go no 3T 2019)⁴. De qualquer forma, também é uma realidade que os serviços desaceleraram (o crescimento do VAB do setor na Zona Euro foi de 2,8% em 4T 2017), tal como também aconteceu com as indústrias. Isto também não é surpreendente: a maturidade do ciclo económico e a erosão que as tensões comerciais exercem sobre a confiança (dois dos fatores que penalizaram a indústria) também prejudicaram os serviços.

Risco de contágio

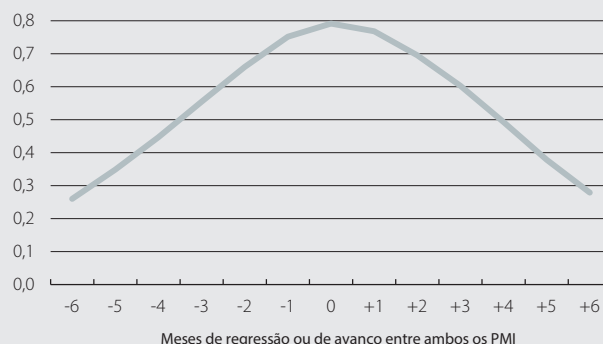
Apesar da resistência dos serviços que acabámos de documentar, existe o risco de que seja uma questão de tempo até que a debilidade da indústria se transmita para os serviços. No entanto, a relação histórica entre os dois setores não parece apoiar este receio. Especificamente, como é possível observar no quarto gráfico, o grau de correlação entre o indicador PMI das indústrias e o PMI dos serviços da Zona Euro é máximo quando comparamos os seus valores contemporâneos. Por outras palavras, a evolução da atividade das indústrias e dos serviços é, em grande parte, simultânea (ou pelo menos próxima) ao longo do tempo.

No entanto, existem dois aspetos principais que podem reativar os receios. Primeiro, a questão sobre o verdadeiro peso da indústria. Esta é uma questão que não é menor. Por um lado, sabemos que na maioria das economias, particularmente nas avançadas, o peso da indústria tem vindo a diminuir constantemente. Por exemplo, nos EUA o setor passou de representar 20% do PIB nominal na década de 70 para cair para os atuais 10%. Por outro lado, também é sabido que parte dos serviços foram «industrializados», ou seja, apesar de serem serviços, a sua atividade está mais integrada com a indústria do que com outros setores ou com o consumidor final. Neste sentido, um recente estudo do Banco de Espanha⁵ sugere que esta «vocalização industrial» dos serviços é moderada: a faturação do setor dos serviços destinado à indústria de transformação representa entre 7% e 12% da faturação total dos serviços na Alemanha, França, Itália e Espanha.

Em segundo lugar, nunca – num passado recente – ocorreu um aumento na incerteza sobre as políticas que regem o comércio mundial como o ocorrido nos últimos três anos. Portanto, o resultado desta interação entre a incerteza e a dinâmica negativa do ciclo é incerto. Em teoria, os serviços devem ser menos afetados, pois por natureza são menos comercializáveis e, além disso, foram excluídos da guerra comercial. No entanto, se em vez de priorizar o

Zona Euro: movimento associado entre os PMI das indústrias e dos serviços

Indicador de associação *



Nota: * R-quadrado da regressão PMI das indústrias contra o valor regredido (ou avançado) dos serviços PMI.

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

efeito direto das taxas aduaneiras sobre os fluxos comerciais afetados, prevalecesse o efeito indireto do conflito comercial (ou seja, a incerteza), não seria de descartar um contágio aos serviços devido ao agravamento da confiança dos consumidores, investidores e empresas.

Os indicadores mais recentes são razoavelmente favoráveis e os últimos eventos geopolíticos (ver o Focus «Comércio internacional: primeira impressão da primeira fase» nesta edição da *Informação Mensal*) sugerem que a incerteza tende cada vez a ser menor, embora a recuperação da confiança seja um processo gradual. No entanto, a história recomenda cautela: quando, em episódios anteriores, a debilidade da indústria abriu uma brecha no desempenho dos serviços, nalgumas ocasiões os serviços mantiveram a resistência e a brecha fechou mediante a recuperação da indústria. Contudo, noutras ocasiões a debilidade industrial acabou por arrastar os serviços.

4. Para além de considerar que as sensibilidades do PMI-VAB são diferentes na indústria e nos serviços, a queda do PMI dos serviços observada na Zona Euro (3 pontos de diferença entre as médias trimestrais do 4T 2017 e 3T 2019) é coerente com a desaceleração registada pelo VAB (1 p. p.). Por outro lado, a queda do PMI industrial (13 pontos) sugeria uma contração muito maior do VAB industrial (10 p. p. em comparação com os 6 p. p. observados).

5. Ver o artigo «A recente desaceleração da atividade desde uma perspetiva setorial» no relatório trimestral da economia espanhola do 4T de 2019 do Banco de Espanha.

Comércio internacional: primeira impressão da Primeira Fase

- Em meados de dezembro, os EUA e a China anunciaram ter alcançado um acordo comercial. Especificamente, fecharam a Primeira Fase (de um total de três fases) do acordo que deve resolver a guerra comercial na qual ambas as potências estão envolvidas desde o início de 2018.
- Apesar da falta de detalhes técnicos e legais, a avaliação do acordo é positiva. Especialmente porque reduz a incerteza em termos comerciais a curto prazo.

Elementos de destaque

Em primeiro lugar, os EUA não aplicaram o aumento de taxas aduaneiras previsto para 15 de dezembro de 2019, que afetava 160.000 milhões de dólares de importações chinesas (principalmente de bens de consumo). Também desceram as taxas aduaneiras (de 15% para 7,5%) aplicadas em setembro de 2019 a 120.000 milhões de dólares de importações provenientes da China (ver o primeiro gráfico para conhecer as taxas aduaneiras atuais e os fluxos comerciais em vigor).

Em segundo lugar, a China está comprometida em aumentar substancialmente as suas compras de bens e serviços aos EUA que, em 2018, totalizaram 120.000 milhões de dólares. Especificamente, aumentará as suas compras em 200.000 milhões nos próximos dois anos (com uma parte relevante de produtos agrícolas)¹.

Em terceiro lugar, o acordo trata questões relacionadas com a propriedade intelectual e a transferência de tecnologia, nas quais existe uma pressão sobre as empresas norte-americanas que operam em território chinês. A inclusão destas questões, tão importantes e ao mesmo tempo tão delicadas, era uma situação não considerada inicialmente nesta primeira ronda². Contudo, apesar de não acharmos que resolvam de forma imediata as diversas exigências norte-americanas nesta área, a mera inclusão destas questões foi recebida muito positivamente pelos mercados financeiros, principalmente nas cotações dos setores tecnológicos, os mais afetados por esta parte do conflito. Este elemento é bem ilustrado no segundo gráfico, onde é possível observar como os mercados tiveram uma maior reação à publicação deste tipo de detalhes do que ao anúncio inicial do acordo.

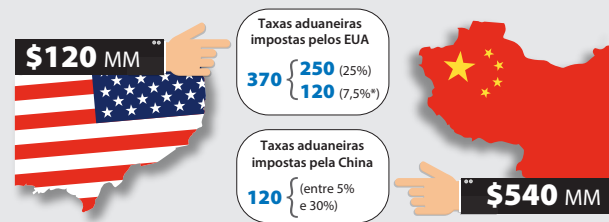
Em quarto lugar, a China compromete-se em reduzir as atuais barreiras que as empresas norte-americanas enfrentam nos setores agrícola e financeiro. Por exemplo, neste último caso destacam-se os limites ao capital estrangeiro em empresas financeiras chinesas, bem como os requisitos regulamentares que discriminam as empresas estrangeiras.

Finalmente, o acordo inclui um capítulo que apresenta práticas cambiais a serem evitadas (como as desvalorizações competitivas) e a necessidade de elevada transparência na determinação da taxa de câmbio.

No futuro

Após o fecho desta Primeira Fase, em 2020 os EUA e a China vão continuar com as negociações para alcançar acordos comerciais na Segunda e Terceira Fase. Isto poderia levar à reversão, de forma gradual, das taxas aduaneiras

EUA e China: fluxos comerciais e taxas aduaneiras (Milhares de milhões de dólares)

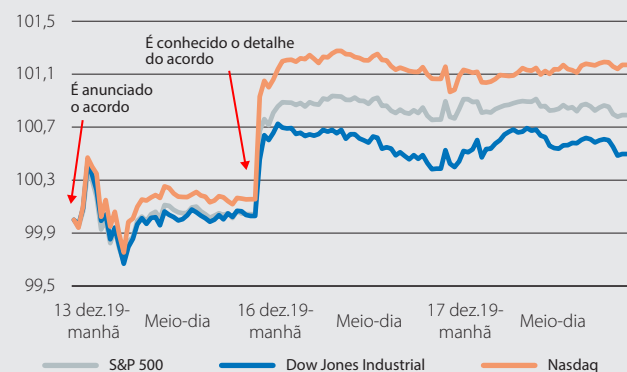


Nota: * Após o acordo da Primeira Fase, os EUA desceram de 15% para 7,5% as taxas aduaneiras aplicadas a 120.000 milhões de dólares de importações chinesas estabelecidas em setembro de 2019.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do US Foreign Trade (dados de 2018) e do US Trade Representative.

Bolsas: reação após o anúncio do acordo comercial (Primeira Fase)

Índice (100 = 13 de dezembro, abertura do mercado norte-americano)



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

atualmente em vigor, embora seja necessário ter em conta que os assuntos a tratar nas fases seguintes (por exemplo, a abertura de mercados chineses e o aprofundamento em aspetos de propriedade intelectual e tecnologia) são extremamente exigentes.

A concretização destes acordos teria um impacto positivo na atividade económica global, graças à redução de medidas protecionistas (canal direto) e, sobretudo, à redução da incerteza comercial (canal indireto)³. De facto, a redução da incerteza e o seu efeito positivo na confiança económica seria o principal motor da melhoria da atividade económica global, da mesma forma que foi o principal responsável pela sua deterioração em 2019. De qualquer maneira, a recuperação da confiança será um processo muito gradual: não seria a primeira vez que os investidores assistem a um conflito que estava em vias de terminar, e se voltou novamente a intensificar.

3. Ver «A ameaça do protecionismo na economia mundial» na IM07/2019 para entender as vias de impacto do canal direto e indireto.

1. Os 200.000 milhões de dólares extras referem-se aos níveis de compras de 2017, que atingiram 128.000 milhões de dólares, de acordo com dados do US Census Bureau, em comparação com 120.000 dólares em 2018.

2. Ver «EUA e China: escalada do conflito comercial» na IM05/2018 para obter mais informações sobre os detonadores da escalada das tensões comerciais entre os dois países.

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

ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Atividade									
PIB real	2,4	2,9	2,5	2,7	2,3	2,1	–	–	...
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,5	4,7	3,5	3,4	3,6	4,2	4,3	3,7	3,3
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	133,6	125,8	128,3	132,1	126,3	126,1	126,8
Produção industrial	2,3	3,9	4,0	2,9	1,2	0,2	–0,2	–1,3	–0,8
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,8	56,9	55,4	52,2	49,4	47,8	48,3	48,1
Habitações iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.185	1.213	1.256	1.282	1.266	1.323	1.365
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	214	215	216	217	217	218	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,4	3,9	3,8	3,9	3,6	3,6	3,5	3,6	3,5
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,6	60,7	60,6	60,9	61,0	61,0	61,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–2,4	–3,0	–3,0	–3,1	–3,0	–3,0	–3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	2,2	1,6	1,8	1,8	1,7	1,8	2,1
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,2	2,1	2,1	2,3	2,4	2,3	2,3

JAPÃO

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Atividade									
PIB real	2,2	0,3	–0,3	0,8	0,8	1,9	–	–	...
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	42,8	41,3	39,5	36,8	35,6	36,2	38,7
Produção industrial	2,9	1,0	0,5	–1,1	–1,2	–1,1	–0,3	–6,6	–6,6
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	19,0	12,0	7,0	5,0	–	–	0,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,5	–0,1	–0,2	–0,3	–0,5	–0,4	–0,4	–0,5	–0,4
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	0,9	0,3	0,8	0,3	0,2	0,2	0,5
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8

CHINA

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Atividade									
PIB real	6,8	6,6	6,4	6,4	6,2	6,0	–	–	...
Vendas a retalho	10,3	9,0	8,3	8,5	8,5	7,6	7,8	7,2	8,0
Produção industrial	6,6	6,2	5,7	6,4	5,6	5,0	5,8	4,7	6,2
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	49,9	49,7	49,6	49,7	49,8	49,3	50,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	420	352	352	381	395	430	428	438	435
Exportações	7,9	9,9	4,0	1,2	–1,0	–0,4	–3,2	–0,8	–1,2
Importações	16,3	15,8	4,4	–4,4	–3,9	–6,4	–8,1	–6,2	0,3
Preços									
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	2,2	1,8	2,6	2,9	3,0	3,8	4,5
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,8	6,6	6,9	6,8	6,8	7,0	7,1	7,1	7,0

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Instituto Nacional da Estatística do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Thomson Reuters Datastream.

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,5	1,6	1,7	2,5	2,1	2,6	2,7	1,4	...
Produção industrial (variação homóloga)	3,0	0,9	-2,0	-0,5	-1,4	-2,2	-1,8	-2,2	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-6,4	-7,0	-7,0	-6,7	-6,5	-7,6	-7,2
Sentimento económico	110,1	111,2	108,8	106,0	104,1	102,5	101,7	100,8	101,3
PMI indústrias	57,4	55,0	51,7	49,1	47,7	46,4	45,7	45,9	46,9
PMI serviços	55,6	54,5	52,8	52,4	53,1	52,8	51,6	52,2	51,9
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,2	1,0	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	9,1	8,2	7,9	7,8	7,6	7,6	7,6	7,5	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,8	3,4	3,3	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	...
França (% pop. ativa)	9,4	9,1	8,9	8,6	8,5	8,6	8,6	8,5	...
Itália (% pop. ativa)	11,3	10,6	10,5	10,3	10,0	9,8	9,9	9,7	...
PIB real (variação homóloga)	2,7	1,9	1,2	1,4	1,2	1,2	-	-	...
Alemanha (variação homóloga)	2,8	1,6	0,6	1,0	0,3	0,5	-	-	...
França (variação homóloga)	2,4	1,7	1,2	1,3	1,4	1,4	-	-	...
Itália (variação homóloga)	1,8	0,7	-0,1	0,0	0,1	0,3	-	-	...

Preços

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Inflação geral	1,5	1,8	1,9	1,4	1,4	1,0	0,8	0,7	1,0
Inflação subjacente	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,4

Setor externo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Balança corrente	3,2	3,2	3,2	3,1	2,8	2,8	2,8	2,8	...
Alemanha	8,1	7,3	7,3	7,2	7,1	7,5	7,5	7,6	...
França	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	...
Itália	2,7	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9	2,9	3,1	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	96,5	98,9	98,5	97,3	97,3	97,7	97,4	97,3	96,7

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	09/19	10/19	11/19
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,5	3,8	4,0	3,7	3,9	3,9	3,6	3,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	2,6	3,0	3,2	3,3	3,3	3,4	3,4	3,5	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,3	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	...
Depósitos									
Depósitos à vista	10,2	7,9	7,1	7,1	7,6	8,6	8,5	9,0	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	-0,9	-0,4	0,4	0,7	1,2	0,6	...
Instrumentos negociáveis	1,6	-4,2	-3,1	-3,4	-4,9	-1,7	-1,1	-2,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	...

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

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

Portugal: dinâmica favorável apesar da incerteza internacional

Em 2020, Portugal continuará a crescer acima da Zona Euro.

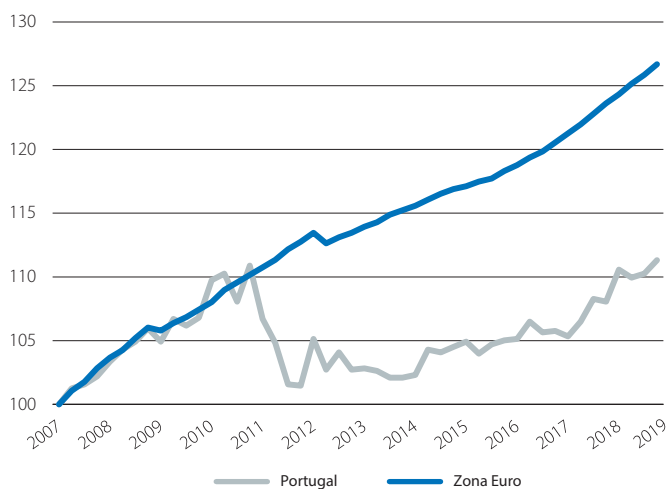
Inaugurado o novo ano, as previsões indicam que 2020 será o quinto ano consecutivo em que o país vai crescer acima do conjunto da Zona Euro. Entre 2016 e 2019, o crescimento médio anual de Portugal foi de 2,5%, mais 0,6 p.p. do que a Zona Euro, e tudo indica que em 2020 a economia portuguesa manterá este diferencial positivo. De facto, prevemos que Portugal cresça 1,7%, o que contrasta com os 1,1% previstos para a Zona Euro. Na atual fase de expansão, Portugal possui uma posição de maior resiliência, pois os desequilíbrios macroeconómicos que ainda sofre são menores do que no passado. Especificamente, as famílias estão menos endividadas (com uma proporção em torno de 65% do PIB, quando em 2007 era de 87%). O mesmo ocorre no caso das empresas, cujo rácio de endividamento é de 101%, menos 7 p.p. do que em 2007. Além disso, no plano externo, a balança corrente passou de um défice de cerca de 10% do PIB em 2007 para um défice de cerca de 1% em 2019. Também foi possível observar uma recuperação nos indicadores de competitividade. Em termos anuais médios, entre 2007 e 2019, os custos da mão de obra aumentaram 1,4% em Portugal, contrastando com os 2,1% da Zona Euro. Da mesma forma, em 2019 a taxa de inflação de Portugal foi 0,9 p.p. inferior à da Zona Euro, enquanto em 2007 era 0,3 p.p. superior. No entanto, ainda existem tarefas pendentes e, à medida que a expansão avança, a economia conta cada vez menos com o suporte dos fatores de impulso cíclicos. Entre eles, o elevado endividamento externo (a dívida externa líquida aumentou de 66% do PIB em 2007 para 89% em 2019) e do setor público (a dívida pública está apenas ligeiramente abaixo de 120% do PIB, enquanto em 2007 era de 73%).

Os indicadores a curto prazo refletem um desempenho positivo da atividade no último trimestre de 2019. Entre eles, é de salientar que em novembro os indicadores coincidentes do Banco de Portugal estabilizaram em 1,9% no caso do indicador agregado de atividade e 2,6% no caso do consumo privado, sugerindo que o crescimento do 4T ter-se-á situado em níveis semelhantes ao 3T (quando foi de 0,3% em cadeia e 1,9% homólogo). No mesmo sentido sugere a estabilização do indicador de clima em 2,1% e a melhoria da confiança do consumidor para -6,9 (dados relativos a novembro).

A economia mantém a capacidade de financiamento em relação ao estrangeiro. No 3T 2019, a capacidade de financiamento da economia foi de 0,3% do PIB (dados acumulados em quatro trimestres), 0,2 p.p. inferior ao trimestre anterior, refletindo essencialmente a redução da capacidade de financiamento do Estado para 0,0% do PIB (0,2% no 2T). No respeitante aos restantes setores, destaque para a melhoria da situação das famílias, principalmente para o aumento da sua capacidade de financiamento e da taxa de poupança, ambos em 1 décima. Especificamente, a capacidade de financiamento das famílias

Portugal: custos da mão de obra

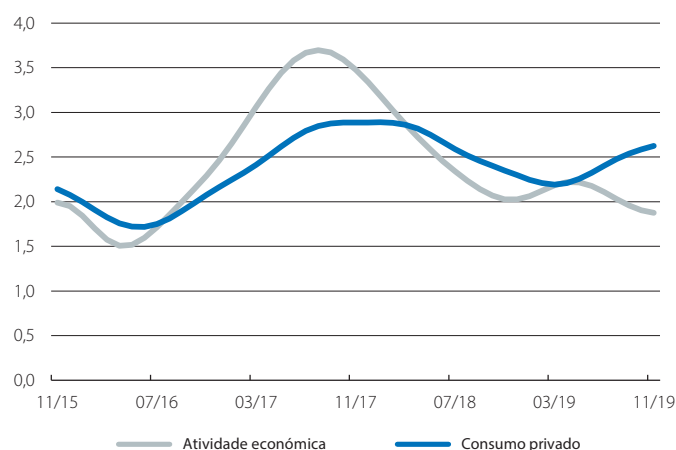
Índice (100 = 4T 2007)



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

Portugal: Indicadores coincidentes de atividade

Variação homóloga (%)

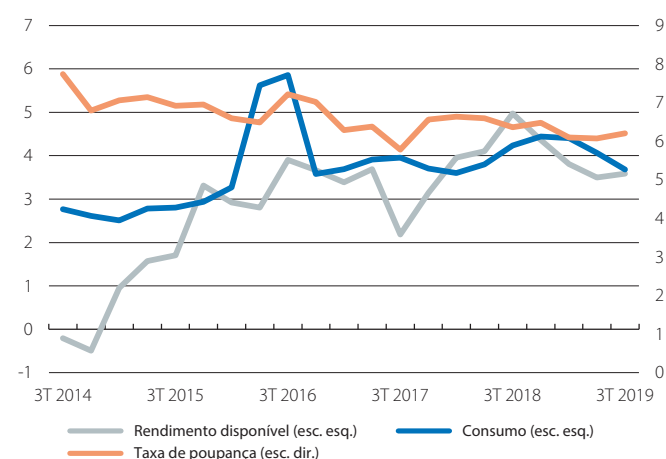


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Portugal.

Portugal: poupança, rendimento e consumo das famílias

Variação homóloga (%)

(% de rendimento disponível bruto)



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

melhorou para 1,2% do PIB e a taxa de poupança aumentou para 6,2% do rendimento disponível. A melhoria da taxa de poupança reflete a aceleração do ritmo de crescimento do rendimento disponível para 3,6% homólogo, mais uma décima, enquanto o consumo diminuiu para 3,7% homólogo, menos 4 décimas do que no trimestre anterior.

O saldo orçamental permaneceu em terreno positivo no 3T.

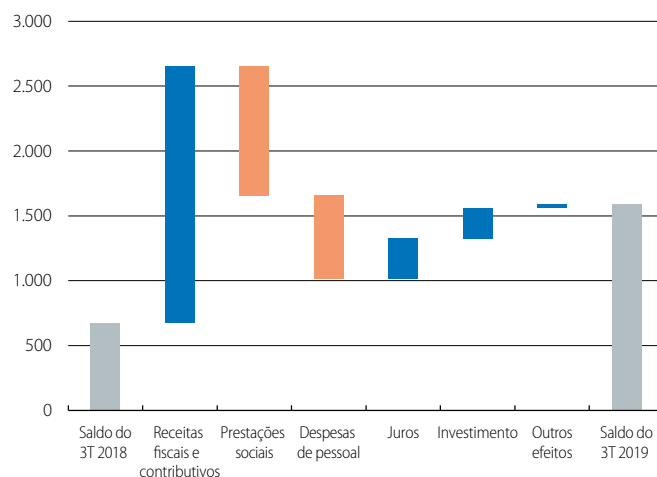
Com dados acumulados para os três primeiros trimestres de 2019, o saldo atingiu +1,0% do PIB no 3T 2019 (1.590 milhões de euros), representando uma melhoria de 0,4 p.p. do PIB em relação ao 3T 2018. Este aumento responde a um aumento das receitas (4,2%) superior ao da despesa (2,8%) destacando-se, em sentido favorável, o crescimento das contribuições sociais (6,1%) e a redução das despesas com juros (-6,1%). Por outro lado, as despesas com pessoal e as prestações sociais explicam quase a totalidade do aumento da despesa durante este período. Destaque também para a queda do investimento em 9,0% em relação ao 3T 2018. Assim, no seu conjunto, a execução orçamental até ao 3T 2019 reforça a estimativa do governo para o saldo orçamental no conjunto do ano, estipulado no Orçamento de Estado para 2020 (-0,1% do PIB). Em relação a 2020, o orçamento – elaborado com uma previsão de crescimento do PIB de 1,9% – prevê um superavit de 0,2% do PIB, suportado nas receitas fiscais e contributivas e na menor despesa com juros, apesar do aumento das despesas com pessoal e prestações sociais. Ao mesmo tempo, o orçamento prevê uma queda no rácio de dívida pública para 116% do PIB, em comparação com uma estimativa de 119,2% do PIB em 2019.

O mercado imobiliário mantém o dinamismo. No 3T 2019, os preços dos imóveis residenciais cresceram acima das expectativas (especificamente, 1,2% em cadeia e 10,3% homólogo), impulsionados pela aceleração do ritmo de crescimento dos preços das habitações em segunda mão. No mesmo período, o número de vendas de imóveis contraiu 0,2%, após a queda de 6,6% no trimestre anterior. Para os próximos trimestres é de esperar que o aumento da construção residencial, o efeito de uma possível desaceleração no setor do turismo e os efeitos da incerteza global possam contribuir para um crescimento mais moderado dos preços.

As novas operações de crédito revelam dinamismo no segundo semestre do ano. Mais especificamente, as novas operações concedidas ao setor privado não financeiro aceleraram 9,4% homólogo em outubro (acumulado do ano), acima dos 7,2% de setembro. Este desempenho deveu-se ao forte aumento de novos créditos às empresas (8,0% homólogo, em comparação com os 5,7% até setembro) e às famílias (11,7%, em comparação com 9,8% até setembro). No segmento das famílias, destaque para o crédito à habitação, cujo dinamismo beneficia pelo contexto de taxas de juro baixas. No entanto, as taxas de crescimento permanecem inferiores aos ritmos de dois dígitos registados em 2018. Ao mesmo tempo, apesar desta evolução das novas operações de crédito, a carteira de crédito do setor privado não financeiro continua a contrair (-0,5% homólogo em outubro), demonstrando que a dinâmica do novo crédito também é acompanhada pela amortização antecipada de empréstimos contraídos no passado.

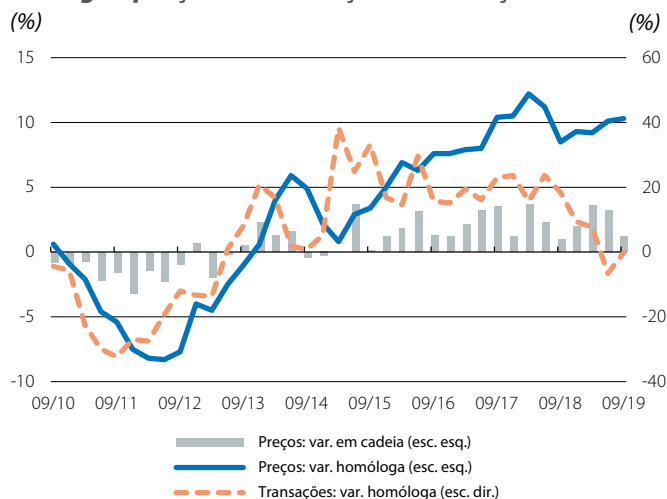
Portugal: saldo do Estado

(Milhões de euros)



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

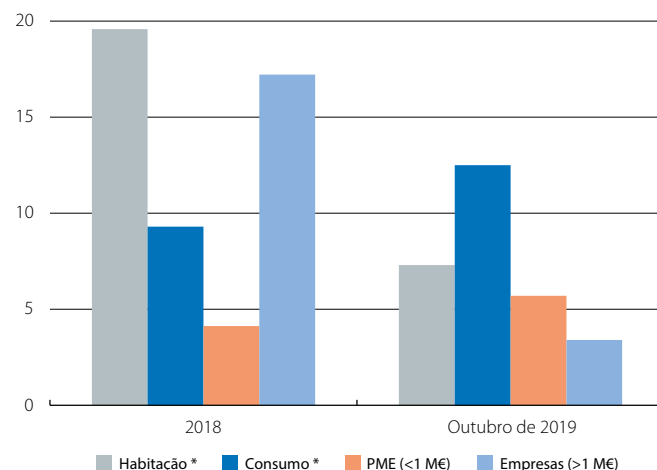
Portugal: preços da habitação e transações



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

Portugal: novas operações de crédito

Variação homóloga (%)



Nota: * Renegociações não incluídas.

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

Portugal: Afinal a economia tem mais espaço de manobra

- As revisões das séries pelo INE e Banco de Portugal resultaram em alterações de monta nas leituras de crescimento e na posição externa de Portugal. Afinal Portugal cresceu em média 2,7% entre 2016 e 2018 (2,3% nas séries anteriores); e a posição excedentária das contas externas passou de 0,4% do PIB para 1,4% do PIB em 2018. O investimento foi a variável mais revista em alta.
- Mas as tendências não se alteraram: o crescimento será menos forte e o excedente externo vai reduzir-se.

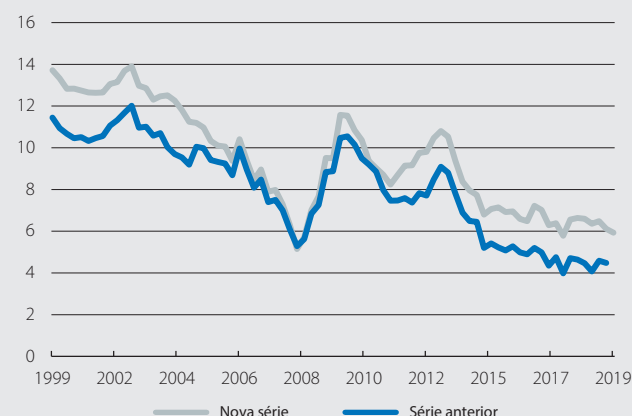
Recentemente, o INE fez a revisão estatística das contas nacionais. Este processo, coordenado a nível europeu, ocorre de 5 em 5 anos e visa incorporar nova informação e melhorias metodológicas, nomeadamente reclassificações entre despesas de consumo privado e público e investimento. Para Portugal estas alterações traduziram-se na revisão em alta do crescimento desde 2016, reforçando a leitura do processo de convergência para a média da zona euro. As contas externas também foram revistas em alta, encontrando-se Portugal em melhor posição, do que se pensava.

Resumidamente, as revisões implicaram alterações no registo de compras eletrónicas de bens e serviços, com maior impacto no comportamento do consumo privado e das importações; e reclassificações das compras de automóveis com especial impacto no desempenho do consumo privado e do investimento. As revisões das séries das contas externas também tiveram impacto na leitura do comportamento das exportações, sobretudo serviços turísticos, e nas importações, particularmente de bens. Como se pode ver no primeiro quadro, o maior efeito no crescimento ocorreu em 2017 e 2018, refletindo revisões positivas mais significativas no investimento, consumo privado, exportações e importações.

Os novos dados mostram que entre 2016 e 2018 a economia registou um crescimento acumulado de 8,2%, mais 1,2 pontos percentuais (p.p.) do que o estimado na série anterior. Por componentes destaca-se o crescimento mais forte de investimento, que avançou 21,0%, mais 4,2 p.p. do que na anterior série, graças a ritmos de expansão mais fortes do investimento em equipamento de transporte (43,7% na nova base versus 34,6% na base 2011), constru-

Portugal: taxa de poupança das famílias nas duas séries

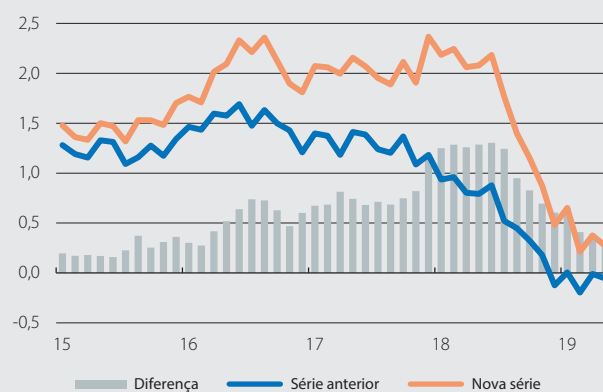
(% RD)



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

Portugal: balança corrente e de capitais séries nova e antiga

(% PIB)



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

Portugal: crescimento do PIB, componentes e revisões face às séries anteriores

	Nova série (Base 2016, %)				Revisões face à série anterior (base 2011, p. p.)			
	2016	2017	2018	1S 2019	2016	2017	2018	1S 2019
PIB Real	2,0	3,5	2,4	2,0	0,1	0,7	0,3	0,2
Consumo privado	2,6	2,1	3,1	2,3	0,1	-0,2	0,5	0,2
Consumo público	0,8	0,2	0,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
FBCF	2,5	11,5	5,8	9,5	0,2	2,3	1,3	0,2
Exportações	4,4	8,4	3,8	2,3	0,1	0,6	0,2	-0,5
Importações	5,0	8,1	5,8	5,8	0,3	0,0	1,0	0,2
Existências	0,0	0,4	0,4	1,5	0,5	0,4	-0,5	0,8
VAB	1,6	3,3	2,1	1,6	0,0	0,9	0,4	0,0

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

ção (16,2% versus 10,6%)¹ e produtos de propriedade intelectual (18,7% versus 11,1%). A segunda componente mais afetada foi a das importações que nos três anos avançou 20,1%, mais 1,5 p.p. do que na série anterior, resultado da revisão das séries da balança de pagamentos relacionada com o comércio eletrónico. As exportações e o consumo privado também tiveram desempenhos mais fortes: mais 0,9 p. p., no caso das exportações e mais 0,4 p.p. no caso do consumo privado, também por via da incorporação de nova informação relativa ao comércio eletrónico.

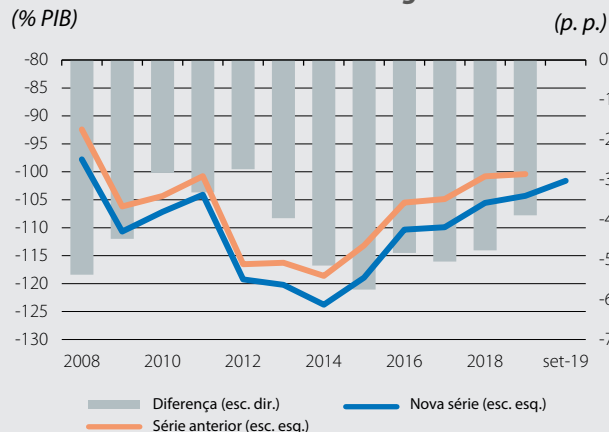
A revisão estatística também se traduziu em melhor informação no que respeita à capacidade de financiamento da economia. Entre 2016 e 2018, em média, a capacidade de financiamento representa 1,7% do PIB na nova série, mais 0.8 p.p. do que na antiga. As alterações mais significativas ocorreram nos números das empresas não financeiras, financeiras e nos das famílias. No caso das famílias, o aumento médio do rendimento disponível nos últimos três anos não foi negligenciável: mais 3,1 mil milhões de euros, cerca de 1,7% do PIB de 2018, no caso da taxa de poupança, a melhoria média no triénio foi de 1.9 p.p. que passou de 4,6% para 6,5% do rendimento disponível em 2018 (ver segunda figura).

A revisão em alta do rendimento disponível resulta das alterações nas séries da balança de pagamentos, especialmente afetada pela revisão em alta das séries que incorporam as pensões de portugueses que trabalharam no estrangeiro, recebendo por isso pensões do exterior, e das pensões recebidas por reformados estrangeiros com estatuto de residentes em Portugal.

A revisão dos rendimentos de pensões recebidos por antigos emigrantes portugueses e reformados estrangeiros a residirem em Portugal foi aquela que maior impacto teve na revisão da balança de pagamentos, nomeadamente na balança de rendimentos secundários. Em termos médios entre 2016 e 2018, o saldo da balança de rendimentos representa 2,0% do PIB na nova série, mais 1 p.p. do que na série anterior. No mesmo período, o saldo da balança corrente foi revisto para 1% do PIB, mais 0.8 p.p. do que antes. Por exemplo, em 2018 a revisão contribuiu para a melhoria do saldo da conta corrente e de capital para 1,4% do PIB, (0,4% na série anterior). Mas esta melhoria reflete apenas alterações de nível, pois a tendência de deterioração permaneceu na nova série. De facto, o saldo da balança corrente e de capitais passou de 2,1% do PIB em 2017 para 1,4% em 2018 (e 0,4% no primeiro semestre de 2019). De referir que a incorporação de nova informação relativa ao comércio eletrónico teve impacto negativo nas balanças de bens e serviços, na medida em que se traduziu em importações mais elevadas. A balança turística saiu beneficiada pela inclusão de informação relativa ao alojamento local.

1. Entre 2016 e 2018, o investimento em construção de novas habitações avançou 22,7%, mais 4,0 p.p.

Portugal: posição de investimento internacional séries nova e antiga (% PIB)



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

Finalmente as alterações introduzidas refletiram-se na deterioração da posição de investimento internacional líquida para -105,6% do PIB em 2018, mais 4,8 p.p. do que antes em resultado, essencialmente de reavaliação em alta do investimento direto estrangeiro. Em termos líquidos o investimento direto estrangeiro foi revisto para 82 mil milhões de euros em 2018, equivalente a 40,2% do PIB².

Enfim, a revisão das contas nacionais e externas dá a Portugal mais espaço de manobra para enfrentar a esperada desaceleração da economia mundial, mas as principais tendências observadas nas séries antigas mantiveram-se, continuando a balança corrente e de capital a piorar e o crescimento a abrandar. De facto, continuamos a esperar que o saldo externo (balança corrente e de capital) se mantenha positivo, mas mais próximo de zero; e que o crescimento abrande para níveis ligeiramente inferiores a 2%.

2. Em 2018, o investimento direto estrangeiro em Portugal ascendia a 161 mil milhões de euros, ie 79% do PIB; e o investimento direto de Portugal no estrangeiro ascendia a 79 mil milhões de euros, ie 38,8% do PIB.

Indicadores de atividade e emprego

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

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

Preços

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	10/19	11/19	12/19
Inflação global	1,4	1,0	0,8	0,5	-0,2	0,2	0,0	0,3	0,4
Inflação subjacente	1,1	0,7	0,8	0,6	0,1	0,5	0,3	0,6	0,4

Setor externo

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

	2017	2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	10/19	11/19	12/19
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,0	5,1	5,8	3,3	2,2	...	2,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	13,7	8,2	9,2	8,3	8,0	...	8,0	...	...
Saldo corrente	2,4	0,8	-1,1	-1,2	-1,6	...	-1,9	...	...
Bens e serviços	2,9	1,6	0,1	-0,5	-1,1	...	-1,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,5	-0,8	-1,2	-0,7	-0,5	...	-0,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	4,1	2,8	1,0	0,8	0,4	...	0,0	...	...

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	1T 2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	10/19	11/19	12/19
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	1,7	3,8	4,9	4,5	5,3	...	5,4	...	...
À vista e poupança	15,7	14,3	14,2	13,3	15,1	...	15,4	...	...
A prazo e com pré-aviso	-5,8	-3,0	-1,9	-2,3	-2,5	...	-2,7	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,3	-1,9	-11,6	-11,9	-17,1	...	-23,0	...	...
TOTAL	1,6	3,5	4,1	3,6	4,1	...	3,9	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-3,8	-1,5	-2,0	-1,3	-0,7	...	-0,5	...	...
Empresas não financeiras	-6,5	-4,0	-6,0	-4,1	-3,3	...	-2,4	...	...
Famílias – habitações	-2,5	-0,8	0,0	0,1	0,1	...	-0,2	...	...
Famílias – outros fins	0,9	4,2	2,8	2,3	3,8	...	4,4	...	...
Administrações Públicas	9,3	2,4	-12,5	-8,2	-6,4	...	-8,2	...	...
TOTAL	-3,3	-1,4	-2,5	-1,6	-1,0	...	-0,8	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	13,3	9,4	8,9	8,3	...	...	...	...	...

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

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

Espanha: ano de transição

Moderação gradual do crescimento. Com dados disponíveis de três dos quatro trimestres do ano de 2019 que acaba de fechar, tudo indica que o crescimento da economia terá sido de cerca de 1,9% anual, um ritmo mais contido do que no ano passado (2,4%), mas bem acima do crescimento previsto para a Zona Euro (1,1%). Esta moderação do crescimento é explicada pela desaceleração do impulso cíclico que a fase inicial da recuperação económica oferece, bem como pela deterioração do contexto comercial global. Esta última, produto de elementos como o conflito comercial entre os EUA e a China, as incertezas relacionadas com o *Brexit* e as dificuldades que o setor automóvel atravessa a nível europeu (devido à introdução de novos regulamentos e por causa da mudança tecnológica vivida pelo setor) teve impacto nas exportações espanholas de bens e serviços através do canal da procura, mas não é um sinal de diminuição da competitividade em termos relativos. Assim, a desaceleração observada representa, em grande parte, um processo de convergência do crescimento para níveis mais alinhados com o crescimento potencial da economia. Para este ano esperamos que este processo de convergência continue e que a economia cresça a um ritmo de cerca de 1,5%.

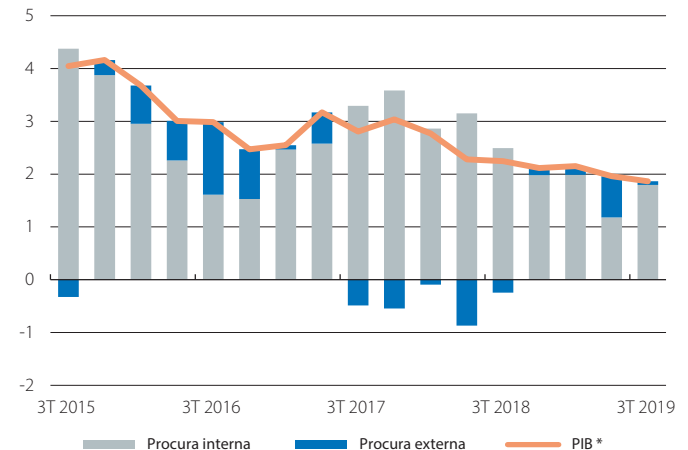
A atividade mantém a tendência na parte final do ano. A evolução do conjunto dos indicadores ao longo do último mês foi mista. Por um lado, a confiança do consumidor em novembro caiu 1,2 pontos para -10,3 pontos e a produção industrial em outubro caiu 1,3% homólogo (+0,6% em setembro). Por outro lado, tanto o PMI das indústrias como dos serviços de novembro registaram uma ligeira melhoria e subiram 0,7 e 0,5 pontos, respetivamente, para 47,5 e 53,2 pontos. Após incorporarmos todos os indicadores no modelo Nowcasting de projeção a curto prazo do PIB, obtemos uma previsão de crescimento em cadeia de 0,4% para o 4T 2019, um registo semelhante ao do anterior. Além disso, esta taxa estaria alinhada com a nossa previsão de crescimento anual de 1,9% para 2019.

Pausa na desaceleração gradual do mercado de trabalho em novembro. Especificamente, o número de inscritos na Segurança Social aumentou 2,3% homólogo, o mesmo ritmo evolutivo do mês passado, embora inferior ao registado em novembro de 2018 (2,9% homólogo). Desta forma, apesar do contexto de desaceleração, o ritmo de criação de empregos permanece robusto e continuará a suportar o crescimento dos rendimentos e do consumo. Por outro lado, prevê-se que o crescimento dos rendimentos se sustente cada vez mais numa recuperação gradual dos salários, que há alguns trimestres é possível observar. Assim, se em 2017 os salários por hora efetiva de trabalho permaneceram estagnados (crescimento anual de -0,1%), em 2018 recuperaram 1,5% e no 3T 2019 o crescimento acelerou para 1,9% homólogo.

A poupança permanece estável no 3T. O ritmo positivo de crescimento do emprego e a recuperação dos salários refleti-

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

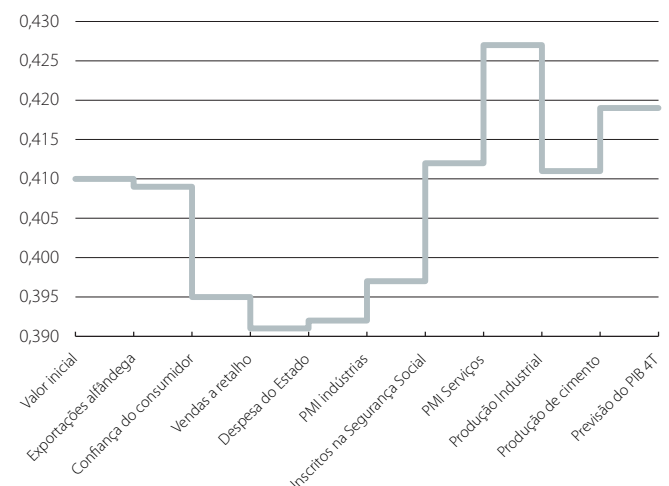


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Nowcasting do PIB do 4T: evolução dos últimos 30 dias

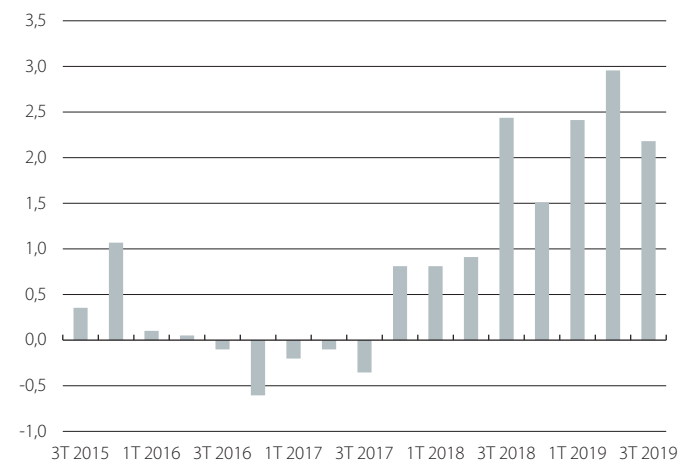
Variação em cadeia (%)



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

Espanha: custo da mão de obra por hora *

Variação homóloga (%)



Nota: * Série ajustada de sazonalidade e ajustada por efeitos de calendário.

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

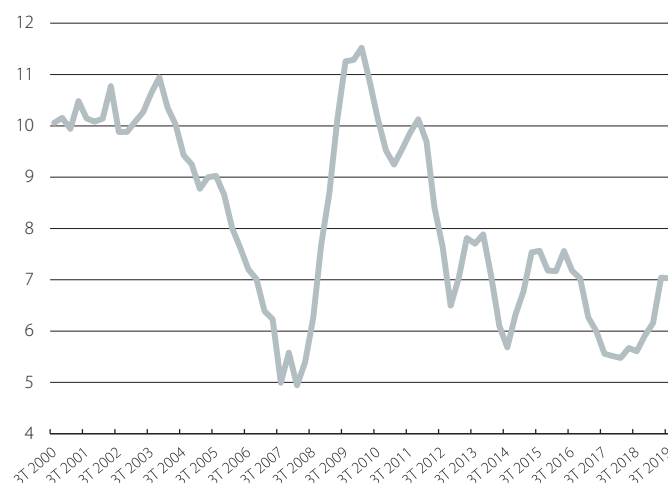
ram-se no crescimento do rendimento disponível bruto das famílias, que no 3T 2019 situou-se em 4,2% homólogo. Da mesma forma, embora ligeiramente inferior, o consumo cresceu a um ritmo significativo de 2,6% homólogo, razão pela qual a taxa de poupança se situou em 7,0% do rendimento disponível bruto (acumulado de quatro trimestres), um registo 1,4 p.p. superior ao 3T 2018 e semelhante ao registo do último trimestre. Apesar da recuperação da taxa de poupança dos valores mínimos observados no ano passado (5,5%, o valor mais baixo) ter repercutido num menor crescimento do consumo, também constitui uma melhoria nas reservas financeiras das famílias, proporcionando uma maior resiliência à economia.

A inflação recupera em dezembro. O índice de preços no consumidor (IPC) subiu para 0,8% em dezembro (0,4% em novembro), uma vez que os efeitos de base do preço do petróleo continuaram a cair. Assim, o preço em euros do petróleo aumentou 13,0% homólogo em dezembro, quando em novembro tinha caído 5,2%, acabando por terminar com o efeito de baixa que os preços da energia tiveram sobre o IPC nos últimos meses. Em janeiro, prevemos que os efeitos de base do preço do petróleo deixem de interferir. No entanto, esperamos que a taxa de inflação geral continue a aproximar-se da taxa de inflação subjacente, que em novembro permaneceu num valor moderado de 1,0%.

As contas da Administração Pública mostram uma situação ligeiramente mais deficitária do que o previsto. Com dados até ao 3T 2019, o défice consolidado de todas as Administrações Públicas (A. P.), incluindo os organismos locais (O. L.), situava-se em 1,5% do PIB, 3 décimas acima do valor do 3T 2018. Este resultado deveu-se principalmente à deterioração das contas das comunidades autónomas, se bem que parte da sua deterioração é influenciada por efeitos de liquidação fiscal. Por rubricas, as receitas consolidadas da A. P. (excluindo as O. L.) aumentaram até outubro 3,8% em relação ao mesmo período do ano anterior (4,3% em setembro), alavancadas principalmente por contribuições sociais que cresceram um valor robusto de 7,9% homólogo. Por sua vez, a despesa consolidada aumentou 4,9% no mesmo período, devido a aumentos na remuneração dos funcionários públicos e nas prestações sociais acordadas em 2019. No seu conjunto, os dados até ao 3T reforçam a nossa previsão de que o défice vai fechar ligeiramente acima da meta de 2,0%.

O preço da habitação cresce no 3T acima do esperado. Os preços de transação publicados pelo INE cresceram 1,6% em cadeia (mais do que nos três trimestres anteriores), embora em termos anuais tenham desacelerado para 4,7%. Embora no 4T possam apresentar uma ligeira recuperação devido a um efeito de base relacionado com o dado ténue registado no 4T 2018 (crescimento em cadeia de 0,4%), o conjunto de indicadores continua a sugerir um contexto de tendência de desaceleração, em linha com o menor ritmo de crescimento da economia.

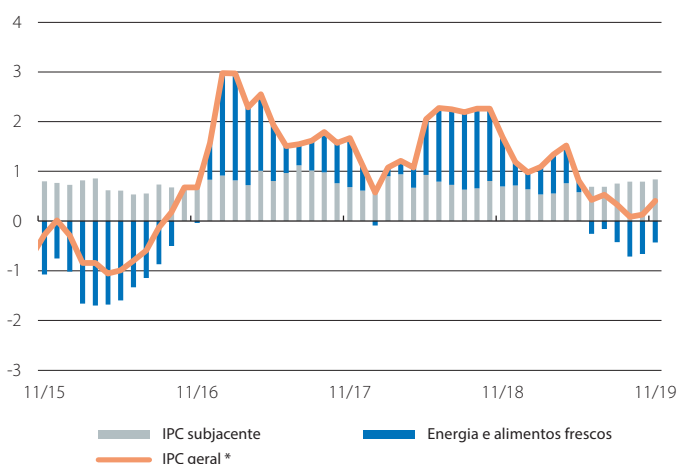
Espanha: taxa de poupança (% do rendimento bruto disponível)



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

Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

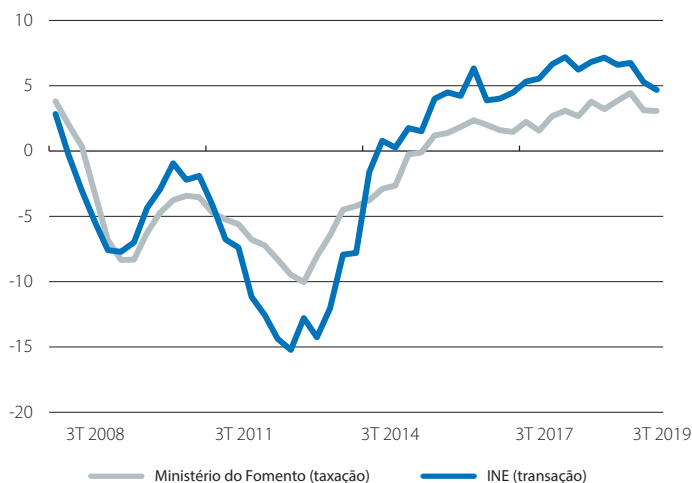


Nota: * Variação homóloga.

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

Espanha: preço do mercado da habitação

Variação homóloga (%)



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

A desaceleração do mercado de trabalho espanhol está ao virar da esquina

- O ritmo de criação de empregos caiu de forma mais acentuada do que o previsto em 2019. Isto, juntamente com o aumento da população ativa, está a desacelerar a redução da taxa de desemprego.
- Para 2020, o ritmo de crescimento do emprego continuará a desacelerar, mas manter-se-á em níveis significativos, semelhantes aos do crescimento da atividade.

Após quatro anos com aumentos de cerca de meio milhão de trabalhadores anuais, o ritmo de crescimento do emprego está a diminuir, paralelamente e como resultado da desaceleração da atividade económica. Por exemplo, de acordo com o inquérito à população ativa (EPA), o emprego aumentou 1,8% homólogo entre o 4T 2018 e o 3T 2019 (346.000 trabalhadores no acumulado de quatro trimestres), inferior à evolução homóloga experimentada entre 2015 e 2018 (+2,7% na média homóloga). Em termos ajustados de sazonalidade, a desaceleração do emprego no 3T foi ainda mais acentuada, com um aumento mínimo de 0,1% em cadeia, bem abaixo do ritmo experimentado nos últimos quatro trimestres (+0,6% em média). Além das diferenças metodológicas com o EPA, esta redução do ritmo de crescimento do emprego também é observada no número de inscritos na Segurança Social¹, cujo ritmo evolutivo foi de 2,1% em novembro (excluindo os prestadores de cuidados informais inscritos).

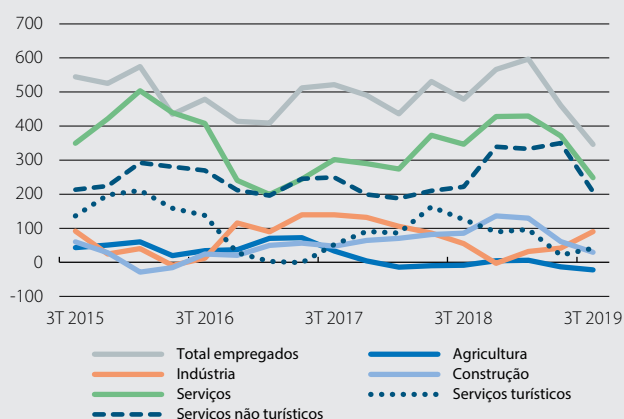
Esta desaceleração na criação de emprego é bastante generalizada por setores de atividade. De acordo com o EPA do 3T 2019, o emprego nos serviços, um setor que representa 75,6% do emprego total, aumentou 249.000 pessoas (4T 2018-3T 2019), menos um terço do que no ano anterior, exatamente num trimestre – o terceiro – com uma sazonalidade favorável. Os serviços turísticos acumulam vários trimestres de menor dinamismo, sendo que os serviços não turísticos debilitaram no 3T 2019 após três trimestres de elevada contratação. Um subsetor que acusou especialmente a descida no número de contratações é o das famílias empregadoras de empregados domésticos (-8,8% homólogo), um subsetor que poderia estar a ser particularmente afetado pelo aumento do salário mínimo.

Este menor crescimento do emprego ocorre paralelamente a um dado mais positivo: o aumento da população ativa que, após cair entre 2013 e 2017, no ano passado alterou a tendência e começou a aumentar (+0,3%). No 3T 2019, incorporaram-se 235.000 pessoas à população ativa (acumulado de quatro trimestres), um aumento de +1% homólogo, especialmente devido à incorporação de estrangeiros (cerca de 200.000 pessoas não possuíam nacionalidade espanhola). Apesar deste valor não corresponder necessariamente ao fluxo de entrada de estrangeiros, ambas as variáveis mostram a mesma mudança de tendência. O saldo da migração estrangeira tornou-se positivo desde 2015, atingindo 330.000 entradas líquidas em 2018, muito superior às de 2017 (+172.000) e às saídas líquidas experimentadas entre 2011 e 2014, de acordo com as Estatísticas de Migração (INE).

1. Para obter mais informações sobre as diferenças entre estas fontes de dados sobre o mercado de trabalho, consulte o artigo «O mercado de trabalho em Espanha: depende dos olhos de quem o vê?» na IM10/2018.

Espanha: emprego por setores de atividade

Varição homóloga (milhares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (inquérito à população ativa).

Como resultado, a taxa de desemprego parou de descer ao ritmo que nos tinha vindo a habitar nos últimos anos (-2 p.p. anuais em média entre 2015 e 2018). Assim, a taxa de desemprego situou-se em 13,9% no 3T 2019, um valor semelhante ao do 2T (14,0%) e apenas menos 0,7 p.p. do que o 3T 2018 (14,6%).

Para 2020 esperamos que a atividade económica reduza novamente o seu ritmo evolutivo para 1,5% (em comparação com os 1,9% estimados para 2019). Neste contexto de desaceleração económica, existe alguma incerteza sobre a velocidade da desaceleração na criação de empregos. Nos episódios anteriores de desaceleração económica em Espanha, o emprego costumava desacelerar mais do que ocorre atualmente, fazendo-o de uma forma mais acentuada do que noutras economias europeias. Ou seja, a elasticidade do emprego relacionada com a atividade em Espanha era mais elevada. No entanto, existem certas evidências que mostram que esta elasticidade diminuiu em parte devido à maior flexibilidade interna fornecida pela reforma laboral de 2012 e pela maior utilização de contratos de trabalho menos padronizados (tempo parcial, etc.)^{2,3}. Por conseguinte, é previsível que em 2020 o emprego continue a aumentar a um ritmo semelhante ao da atividade (+1,4%, de acordo com as nossas previsões). Este aumento moderado do emprego, juntamente com o aumento esperado da população ativa (+0,8%), deve fazer com que a taxa de desemprego continue a diminuir, embora a um ritmo mais lento, para atingir 13,6% em 2020.

2. Para mais detalhes sobre o caso espanhol, consulte o artigo «Uma recuperação intensiva no emprego: fatores explicativos» na IM07/2018.

3. O emprego também está a resistir mais do que noutros períodos de desaceleração na Alemanha, França e Itália (para mais informações, ver <https://blog.funcas.es/el-empleo-dique-de-contencion-ante-una-recesion/>).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	10/19	11/19	12/19
Indústria									
Índice de produção industrial	3,2	0,3	-2,6	0,0	1,4	1,0	-1,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	1,0	-0,1	-1,9	-3,8	-4,6	-2,0	-7,9	-5,1	...
PMI das indústrias (valor)	54,8	53,3	51,8	51,1	49,9	48,2	46,8	47,5	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	22,9	25,7	23,9	25,8	21,9	13,0	11,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,1	14,2	11,5	8,3	5,5	1,3	-2,0	...	...
Preço da habitação	6,2	6,7	6,6	6,8	5,3	4,7	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,0	4,0	0,9	1,0	1,5	2,1	1,6	...	...
PMI dos serviços (valor)	56,4	54,8	54,0	55,3	53,2	53,5	52,7	53,2	...
Consumo									
Vendas a retalho	1,0	0,7	1,4	1,3	2,2	3,3	2,9	2,9	...
Matrículas de automóveis	7,9	7,8	-7,6	-7,0	-4,4	-7,9	6,3	2,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-3,4	-4,2	-6,2	-4,8	-4,0	-5,8	-9,1	-10,3	...
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,6	2,7	3,0	3,2	2,4	1,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	17,2	15,3	14,4	14,7	14,0	13,9	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,6	3,1	3,0	2,9	2,8	2,5	2,3	2,3	...
PIB	2,9	2,4	2,1	2,2	2,0	1,9	-	-	-

Preços

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	10/19	11/19	12/19
Inflação global	2,0	1,7	1,7	1,1	0,9	0,3	0,1	0,4	0,8
Inflação subjacente	1,1	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	1,0	1,0	...

Setor externo

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

	2017	2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019	3T 2019	10/19	11/19	12/19
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,9	2,9	2,9	2,4	2,3	1,7	1,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	10,5	5,6	5,6	6,1	3,9	3,0	1,6	...	...
Saldo corrente	31,1	23,3	23,3	19,6	20,6	21,0	22,3	...	...
Bens e serviços	41,6	32,6	32,6	30,2	31,5	31,4	32,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-10,5	-9,3	-9,3	-10,6	-10,9	-10,4	-10,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	33,9	29,1	29,1	25,5	26,6	26,3	27,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

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

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.

Formas iliberais da política económica: evolução ou mudança radical face ao consenso existente?

Em 2018, o semanário *The Economist*, durante a comemoração do seu 175º aniversário, declarou que: «O liberalismo criou o mundo moderno, mas o mundo moderno está a virar-se contra o liberalismo». Não é uma afirmação de cariz leve, vinda de uma publicação que sempre teve como bandeira uma visão liberal da sociedade, da política e da economia. Será realmente assim? Neste Dossier vamos analisar desde diversos prismas se as políticas económicas estão a afastar-se daquilo que poderíamos denominar, num sentido lato, a ortodoxia e quais poderiam ser as causas e os efeitos desta viragem. Com este objetivo, o ponto de partida lógico, ao qual será dada forma neste primeiro artigo do Dossier, é tentar definir com precisão o que queremos dizer quando falamos em «surgimento de formas iliberais da política económica».

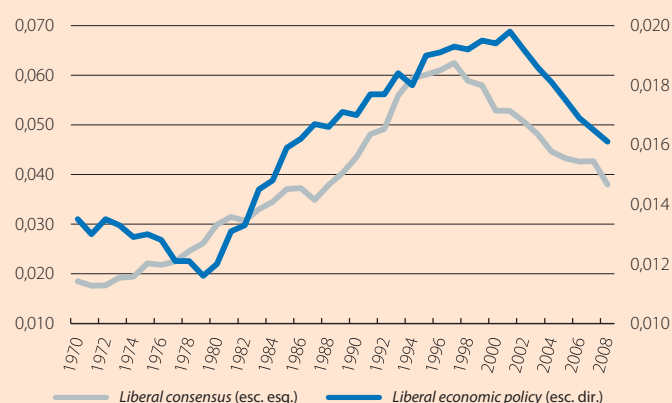
Uma tentativa de definição: o que são as políticas iliberais?

Para entender o que denominamos de políticas iliberais (económicas), é preciso definir previamente o que entendemos por políticas económicas liberais, pois constituirão o nosso quadro de referência para, a seguir, estudar em que medida as políticas económicas dos últimos anos se afastaram deste quadro.

A ideia essencial é que existe um consenso razoavelmente consolidado e amplo entre os economistas sobre quais são as características que as políticas económicas partilham para melhorar em maior medida as perspetivas económicas dos países, tanto a curto como a longo prazo. Longe de qualquer formato de receitas fáceis e universais («faça isto e certamente que vai crescer mais a longo prazo»), o que de facto pode ser defendido é que existem princípios gerais suficientemente partilhados. É o que Rodrik (2005) denomina de princípios económicos de primeira ordem, e que podem ser razoavelmente formulados de maneira razoavelmente precisa quando são recompiladas uma vasta série de contribuições, frequentemente dispersas em correntes muito diferentes da literatura económica das últimas décadas¹. De forma particular, estes princípios surgem ao ser efetuada uma revisão de, principalmente, três linhas principais de trabalho académico: a que reformula e moderniza a economia do desenvolvimento², a que orienta a transição para a economia de mercado das antigas economias planificadas³ e, finalmente, a que retira conclusões sobre como a política económica deve mudar como resultado das lições aprendidas da Grande Recessão de 2008-2009⁴.

Presença dos termos liberal consensus e liberal economic policy

Frequência de vezes em que as palavras aparecem em livros em inglês (por milhão)



Fonte: BPI Research, a partir da Google Books Ngram Viewer.

Em suma, quais seriam estes princípios de primeira ordem da política económica sobre os quais existe um consenso suficientemente partilhado? Em termos gerais, podem ser identificados quatro eixos principais:

- Os mercados de fatores produtivos e de bens e serviços devem ser competitivos, pois este é o principal mecanismo para criar eficiência numa economia.
- O quadro macroeconómico e institucional deve criar um ambiente que facilite a estabilidade, dado que esta estabilidade oferece condições (credibilidade, estabilidade de expectativas, redução da incerteza...) nas quais as perspetivas de crescimento melhoram, tanto a curto como a longo prazo.

1. Ver Rodrik, D. (2005). «Growth strategies». Handbook of Economic Growth, 1, 967-1014.

2. Ver, para além de Rodrik, Williamson, J. (1990). «Latin American Adjustment: How Much Has It Happened?». Washington, D.C.: Institute for International Economics; Williamson, J. (2000). «What Should the World Bank Think about the Washington Consensus?». World Bank Research Observer, 15(2): 251-64. E Saad-Filho, A. (2010). «Growth, poverty and inequality: From Washington consensus to inclusive growth». New York, NY: UN.

3. Ver Besley, T., M. Dewatripont e S. Guriev. (2010). «Transition and Transition Impact: A Review of the Concept and Implications for the EBRD». Report for the EBRD's Office of the Chief Economist.

4. Ver Taylor, J. B. (2010). «Getting back on track: macroeconomic policy lessons from the financial crisis». Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92(3), 165-176. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G. e Mauro, P. (2010). «Rethinking macroeconomic policy». Journal of Money, Credit and Banking, 42, 199-215. E White, W. (2009). «Modern macroeconomics is on the wrong track». Finance and Development, 46(4), 15-18.

- A integração nos fluxos globais de bens, serviços e fatores é fundamental para melhorar as possibilidades de criação de prosperidade. Além disso, esta integração deveria ser o menos «dirigida» possível.
- A política económica a longo prazo crítica é a da oferta e deve ser coerente com os dois princípios anteriores. Por exemplo, uma política industrial que tenta escolher setores ou empresas específicas (denominada às vezes por estratégia de *picking winners*) é geralmente menos eficaz do que uma política industrial horizontal que atua sobre elementos de competitividade comuns à maior parte dos setores.

Geralmente costuma ser coincidente que estes princípios respondem à forma liberal de entender qual é a melhor forma para uma economia funcionar, baseada na convicção de que o crescimento é a melhor maneira de aumentar a prosperidade do conjunto da sociedade⁵. Neste artigo, como em muitos outros, este conjunto de princípios será categorizado como consenso liberal de política económica.

Portanto, se estas são as características, ou mais propriamente, os princípios que norteiam uma forma liberal de desenvolver políticas económicas, um afastamento em relação aos mesmos fará com que o grau de iliberalismo, um neologismo que começou a ser utilizado nos anos 90 do século passado, aumente. Ou, por outras palavras, neste Dossier entender-se-á que uma política económica iliberal é aquela que se distancia significativamente de todos ou de alguns dos princípios que acabámos de apresentar.

Desvio moderado ou radical dos princípios essenciais?

Do que foi dito até agora, é possível depreender que uma questão importante assenta em saber até que ponto este distanciamento iliberal representa apenas uma evolução mais ou menos acentuada do consenso ou, em vez disso, algo mais perturbador. Esta não é uma pergunta fácil de esclarecer, tal como se destaca na literatura económica, pois existem numerosas variantes da política económica em que todas são liberais⁶. Exemplo disto seria, dentro do princípio de estabilidade macroeconómica, tudo o que está relacionado com os bancos centrais. Assim, um axioma central nessa área da estabilidade macroeconómica é que esta é difícil de alcançar sem um quadro monetário de estabilidade e que para alcançar esta estabilidade monetária é essencial a existência de um banco central independente. Pois bem, a forma institucional concreta em que se dá forma a esta independência não é predeterminada, dado que, entre muitas outras, pode ser utilizada a da Fed ou a do BCE, duas variedades institucionais diferentes, que não alteram o princípio mencionado. Como também pode ser implementada de forma diferencial a política monetária. Por exemplo, o objetivo da Fed, expresso pelo mandato conferido pelo Congresso, assenta em apoiar três objetivos: alcançar a estabilidade de preços, alcançar o maior nível de emprego sustentável e possuir uma taxa de juro a longo prazo com um nível moderado. Por sua vez, no caso do BCE, apenas a primeira variável é determinante. Ninguém discute que ambas as alternativas permitem contribuir para a estabilidade macroeconómica.

Até aqui não deveria existir um debate excessivo: duas instituições diferentes, com dois mandatos políticos diferentes, podem ser igualmente liberais. No entanto, a avaliação da questão da política monetária não convencional seguida por muitos bancos centrais após a crise poderia ser mais controversa. Em 2016, o Centre For Macroeconomics⁷, uma instituição britânica, perguntou a um painel de economistas sobre o papel e as consequências da política monetária não convencional e verificou que o problema provocava muita divisão. Por exemplo, alguns inquiridos disseram que estas operações não convencionais eram intervenções quase fiscais que poderiam acabar por prejudicar a independência dos bancos centrais. Fortes argumentos que colocariam estas práticas no limite do consenso liberal, se esta fosse a opinião da maioria e se existissem evidências neste sentido.

Mais além da opinião pessoal dos autores deste artigo (não podemos resistir em expressar que, na nossa opinião, a política monetária não convencional, tal como tem sido feita até agora, é uma prática que se enquadra no princípio de procurar estabilidade macroeconómica na forma liberal referida anteriormente), o mais importante é entender a dificuldade existente no mundo real de julgar objetivamente se uma determinada visão de política económica é liberal ou não, especialmente se não for uma visão extrema. Com o objetivo de contornar, tanto quanto possível, os desvios subjetivos inerentes a um juízo de valor, no seguinte artigo do Dossier será quantificado de forma razoavelmente precisa até que ponto está a ocorrer este afastamento do consenso liberal. Apenas então poderemos afirmar que entramos num território desconhecido, o do iliberalismo, e começar a refletir sobre causas e consequências, duas questões que exploraremos no terceiro e no quarto artigo deste mesmo Dossier. Correndo o risco de revelar para além do conveniente (*spoiler alert*, como diríamos na gíria televisiva) que antecipamos, para já, que o distanciamento do liberalismo, que ocorreu num período relativamente curto de tempo, é significativo e, na nossa opinião, não deve ser abordado forma superficial.

5. Esta conceção da economia não entra nos mecanismos redistributivos que devem ser articulados quando o objetivo de aumentar o bem-estar do conjunto da sociedade for alcançado.

6. Em relação a este assunto ver Rodrik (2005), que desenvolveu a ideia de «um princípio comum, muitas instituições viáveis».

7. Inquérito disponível em <https://cfmsurvey.org/surveys/future-role-unconventional-unconventional-monetary-policy>. «The future role of (un)conventional unconventional monetary policy», The CFM Surveys, junho de 2016.

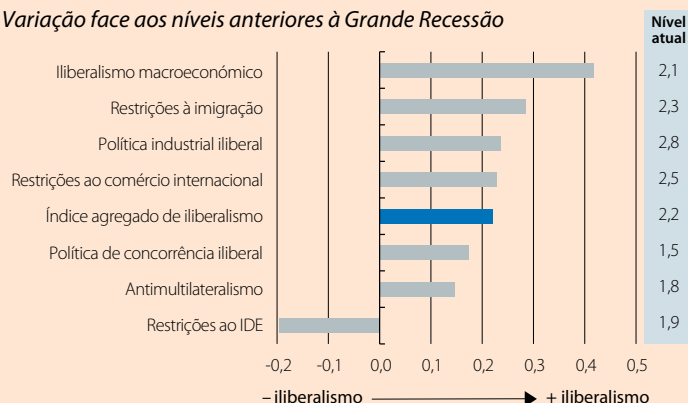
A viragem iliberal da política económica: que os dados falem por si!

Nos últimos anos, existe a perceção de que as políticas económicas proliferaram e as abordagens políticas em geral estão longe do que poderíamos denominar de consenso liberal, ou seja, uma série de elementos sobre os quais economistas e formuladores de políticas económicas convergiram para a avaliação de que eram preferíveis para melhorar as perspetivas económicas (consulte o artigo «Formas iliberais de política económica: evolução ou mudança radical face ao consenso existente?» neste mesmo Dossier). No entanto, para verificar se esta perceção é uma realidade, precisamos de encontrar uma forma de quantificar, da maneira mais rigorosa possível, esta mudança para políticas mais iliberais. Precisamente, esta será a ambição deste artigo, que propõe uma medida explícita da viragem iliberal que permitirá explorar quais foram os âmbitos ou áreas da política económica que sofreram um afastamento maior do consenso liberal.

Delimitar e quantificar a viragem iliberal

Tal como foi mencionado no artigo anterior deste Dossier, embora teoricamente seja viável distinguir uma política económica liberal de uma política iliberal, na prática esta diferenciação não é simples e, além disso, os desvios e tendências ideológicas são difíceis de eliminar. Para enfrentar esta dificuldade, uma possibilidade é «traduzir» as propostas políticas para alguma medida quantitativa. Este é o exercício efetuado pelos economistas De Bolle e Zettelmeyer (2019). Este exercício possibilita uma medida numérica para saber até que ponto os programas eleitorais dos partidos que participaram nas eleições legislativas anteriores e posteriores à Grande Recessão de 2008-2009 são liberais ou não, dentro de um vasto leque de países¹. Esta medida baseia-se na avaliação das diferentes propostas económicas dos partidos em disputa, através da atribuição de um valor numérico com base no seu grau de iliberalidade².

Variação face aos níveis anteriores à Grande Recessão



Nota: Este gráfico indica a variação média do iliberalismo, calculada como a média não ponderada de todos os países da amostra. Para cada país e dimensão, é calculada a média ponderada do grau de iliberalismo de cada partido, ponderada pela quota de votos desses partidos. O índice agregado de iliberalismo é definido como a média das sete dimensões.

Fonte: BPI Research, a partir de DeBolle e Zettelmeyer (2019).

Neste Dossier, foram utilizadas as informações disponíveis neste exercício de De Bolle e Zettelmeyer de forma a ilustrar as questões que nos interessam, ou seja, de que forma a viragem iliberal é materializada e as suas causas e efeitos.

- O distanciamento do princípio que chamamos de «mercados competitivos de fatores produtivos, bens e serviços» é validado através da análise da dimensão da política económica denominada «política de concorrência ilegal».
- O reformular da estrutura macroeconómica e institucional para a estabilidade é especificado na dimensão «iliberalismo macroeconómico».
- O questionamento da integração nos fluxos globais de bens, serviços e fatores como forma de criar prosperidade é explorado através de quatro dimensões: «restrições ao comércio internacional», «restrições ao investimento direto estrangeiro (IDE)», «restrições à imigração» e «antimultilateralismo».
- O confronto com o princípio das políticas de oferta liberais é avaliado através da dimensão «política industrial iliberal».

Para cada uma destas dimensões, obtém-se uma medida que aproxima o grau de iliberalidade presente nas propostas políticas dos vários partidos de cada país, ponderados pela cota de votos de cada partido nas eleições. Finalmente, calculando a média dos resultados em cada país das sete dimensões, obtém-se uma medida agregada de iliberalidade.

Quais são as áreas que explicam a mudança para uma agenda política mais iliberal?

Neste sentido, agora somos capazes de responder à pergunta de como se materializou a viragem iliberal. Ao analisar as dimensões mencionadas, a primeira constatação é que todas elas, excetuando as restrições ao IDE, afastaram-se do liberalismo³. O grau em que este movimento em direção à iliberalidade ocorreu é bastante heterogéneo, sendo mais apreciável o ocorrido nas áreas do iliberalismo macroeconómico e de restrições à imigração, seguido a alguma distância por variações nas dimensões da política

1. Especificamente, De Bolle e Zettelmeyer (2019) analisam, para cada país do G20, os programas dos partidos que participaram em eleições antes (normalmente realizadas entre 2004 e 2007) e depois da Grande Recessão (são evitadas as eleições que tiveram lugar imediatamente a seguir, para poder capturar melhor as preferências mais permanentes, razão pela qual é analisado o período entre 2014 e 2017). Ver De Bolle, M. e J. Zettelmeyer (2019). «Measuring the Rise of Economic Nationalism». Working Paper 19-15. Peterson Institute.

2. A escala varia de 1 a 5, sendo 1 atribuído àquelas propostas políticas claramente liberais e 5 àquelas claramente iliberais. Este exemplo de avaliação pode esclarecer a metodologia: no campo da política de concorrência, se um partido propõe que os cartéis são ilegais e que é imprescindível uma autoridade independente em matéria de concorrência, esta medida será avaliada com 1, enquanto se outro propuser abolir essa mesma autoridade para promover cartéis ou monopólios e, desta forma, criar «campeões nacionais», será atribuída a nota 5.

3. No caso das restrições ao IDE, convém destacar que é uma dimensão onde apenas uma minoria de partidos expressa as suas preferências, razão pela qual não se deve considerar excessivamente esta situação atípica.

industrial iliberal e restrições ao comércio internacional. Convém destacar que se tratam de dimensões centrais no atual consenso ortodoxo sobre política econômica, pois incidem em questões como ter um quadro de estabilidade macroeconômica suficiente (que inclui aspetos-chave, como ter um banco central independente) ou o assumir que a integração na economia e nas finanças globais é um caminho fundamental para a prosperidade.

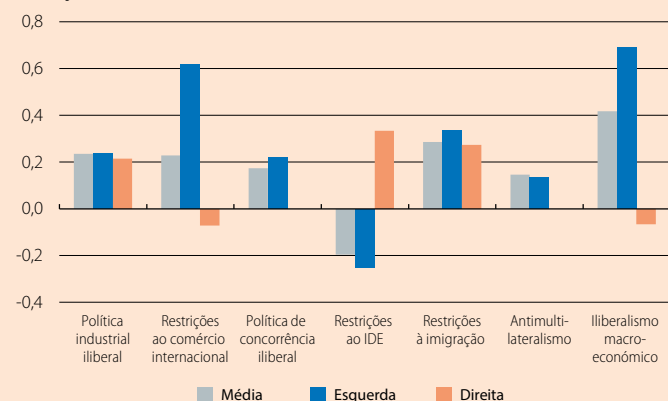
Uma questão lógica neste momento da discussão é tentar obter sensibilidade sobre até que ponto as mudanças quantitativas na medida da ilegalidade são elevadas ou não. Na ausência de um contexto de tempo suficiente (infelizmente não dispomos de um histórico de eleições longo), o que pode ser comparado é a distância entre países e extrair da mesma determinadas informações. Especificamente, se escolhermos os EUA, um país que historicamente podemos associar claramente ao consenso liberal, e o compararmos com a China, um estado que podemos qualificar como iliberal sem muitas discussões, a diferença no grau de iliberalismo agregado (a média das sete dimensões) é de 0,9 pontos. Portanto, a queda de 0,2 pontos no índice agregado e para uma vasta gama de países dentro de um período relativamente curto, não deveria ser vista levemente.

Países avançados e emergentes, dois mundos cada vez mais semelhantes num nível agregado, mas ainda ligeiramente diferentes dependendo do âmbito

A conclusão anterior ganha ainda mais força ao analisar as diferenças observadas entre países avançados e emergentes. Assim, a viragem iliberal é materializada com poucas diferenças entre os dois grupos, pelo menos a nível agregado, de modo que a lacuna no grau de iliberalidade entre avançados e emergentes permanece estável num contexto de aumento da mesma. No entanto, as dimensões afetadas são um pouco diferentes: enquanto nos países mais desenvolvidos as áreas com maiores mudanças são as políticas de imigração, antimultilateralismo e restrições ao comércio internacional, nos países emergentes as duas principais áreas são o liberalismo macroeconômico e a política industrial.

Variação do iliberalismo: esquerda-direita

Variação face aos níveis anteriores à Grande Recessão



Nota: Para a elaboração deste gráfico, são apenas considerados os partidos que participaram em ambas as eleições (antes e depois da Grande Recessão). Este gráfico indica a variação média do iliberalismo dos partidos de esquerda e de direita da amostra, calculada como a média não ponderada.

Fonte: BPI Research, a partir de DeBolle e Zettelmeyer (2019).

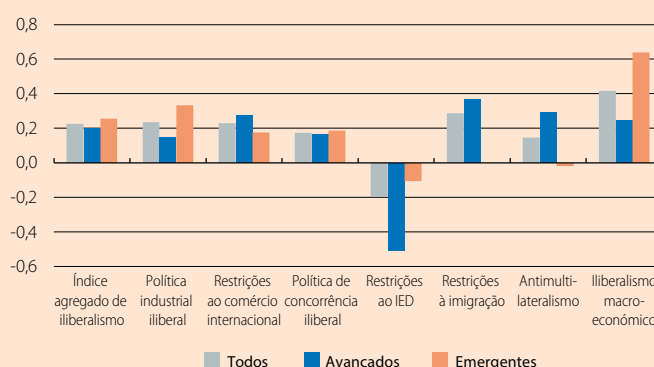
seja, os de esquerda possuíam maior margem para se afastar do liberalismo). No entanto, os dados disponíveis sugerem que não existe uma relação evidente entre o nível de iliberalismo dos partidos e a mudança observada nos últimos anos.

Não só os partidos de esquerda mostraram uma maior tendência para o iliberalismo do que os de direita, como também ambas as opções ideológicas fizeram a sua excursão para o iliberalismo através da ênfase em âmbitos distintos: enquanto a esquerda balanceou sobre as dimensões das restrições ao comércio internacional e o iliberalismo macroeconômico, a direita concentrou-se nas restrições à imigração e ao IDE.

Em suma, esta revisão dos dados fornece uma grande conclusão, além de confirmar um caminho rumo ao iliberalismo nas políticas econômicas: para além do tipo de países e da ideologia dos partidos, existem diferenças significativas de acordo com o âmbito da política econômica analisada. Esse será o âmbito analítico fundamental para estabelecer de forma razoavelmente rigorosa as causas profundas do afastamento do consenso liberal. Siga-nos, então, no seguinte artigo até ao cerne do estudo sobre os fatores determinantes para a viragem iliberal.

Variação do iliberalismo: avançados-emergentes

Variação face aos níveis anteriores à Grande Recessão



Nota: Este gráfico indica a variação média do iliberalismo, calculada como a média não ponderada de todos os países da amostra. Para cada dimensão, a variação média do iliberalismo nos países avançados e emergentes é calculada como uma média não ponderada dos países avançados e emergentes da amostra, respetivamente.

Fonte: BPI Research, a partir de DeBolle e Zettelmeyer (2019).

No que diz respeito de forma individual aos países, convém destacar que os países mais iliberais são a Rússia, Índia, Itália, China e África do Sul. Exceto no caso da China, cujo grau de iliberalismo diminuiu significativamente no período estudado, os outros quatro estados estão entre os que viram o iliberalismo aumentar mais. No sentido oposto, os países mais liberais são, nesta ordem, a Coreia do Sul, o Japão, Canadá, Austrália e os EUA. Nos três primeiros, o iliberalismo caiu, enquanto nos dois últimos aumentou, embora não excessivamente.

A ideologia é importante e expressa-se em diferentes dimensões

Quando são analisadas as preferências expressas nos programas eleitorais e a sua tendência para um maior iliberalismo, é possível verificar, como seria de esperar, que as diferenças entre o que – de forma simples – denominaremos de esquerda e direita são notórias. Assim, de início, os dados sugerem que os partidos de esquerda tendem a virar de forma mais acentuada para o iliberalismo do que os partidos de direita. Aqui, o leitor poderia argumentar que possivelmente os partidos de direita já eram mais iliberais antes do período estudado (ou

As causas da viragem iliberal da política económica: alguma luz sobre um debate aberto

Nos artigos anteriores do Dossier, descrevemos o fenómeno da viragem iliberal da política económica numa amostra significativa de países. Agora é hora de entender as causas. É um exercício ambicioso, que está a ser objeto de um vasto debate académico e público, e no qual este artigo tenta fornecer uma visão analítica para o enriquecer.

O grande debate: estamos a falar apenas de causas económicas?

Vamos recapitular as principais conclusões dos dois primeiros artigos do Dossier, uma vez que estabelecem o ponto de partida para o que se segue. No artigo «Formas iliberais da política económica: evolução ou mudança radical face ao consenso existente?» é definido o que denominamos de consenso liberal de política económica e é justificada a necessidade de encontrar uma medida quantitativa que se aproxime da hipótese do afastamento recente deste consenso. Este exercício de medida é realizado no segundo artigo do Dossier e no mesmo concluímos que existem diferenças significativas dependendo dos âmbitos da política económica, de modo que em alguns a viragem é muito apreciável e noutros, menos. Assim, o desafio é tentar ver se existem elementos comuns a todas as dimensões, dado que, caso contrário, existe o risco de cair numa série quase infinita de razões detalhadas que afetam a política económica «no âmbito *z* do país *j*». Avançar nesta questão requer mais um telescópio do que um microscópio, mas primeiro é necessário saber para onde se deve focar.

Entre os diversos círculos intelectuais possíveis, aos autores do presente Dossier parece-nos muito mais promissor o debate académico, e também público, das últimas causas da polarização política, definida como uma maior divergência nas abordagens dos principais partidos políticos. Neste sentido, a medida usada aqui para aproximar a viragem iliberal são as preferências dos partidos políticos e, portanto, se elas se tornaram mais extremas e antagónicas. É muito plausível que a viragem iliberal levada a cabo por muitos partidos políticos esteja muito relacionada com a polarização política e, portanto, possa ser inserida no quadro deste fenómeno político amplamente documentado. Por outras palavras, a viragem iliberal poderia ser uma manifestação concreta de uma dinâmica política mais vasta, como a polarização. Nesta mesma publicação, foi feita uma exploração sobre as principais causas do aumento da polarização política (ou seja, da disparidade de preferências). Assim, Ruiz (2019) e Canals (2019), em dois artigos que respetivamente focavam as perspetivas estrutural e conjuntural, constataram que os «suspeitos do costume» na literatura tanto teórica como empírica foram os efeitos económicos das grandes crises, o aumento da desigualdade (uma das causas principais foi a mudança tecnológica) e o aumento dos fluxos migratórios¹.

No entanto, estas causas – que podemos etiquetar amplamente de socioeconómicas – não esgotam todas as possibilidades. Na vasta literatura do populismo, uma das formas específicas que o aumento da polarização pode adotar, é possível constatar que também existem fatores institucionais e culturais. Por exemplo, nesta linha de pensamento pode-se enquadrar todo o debate argumentativo conhecido como «recuo cultural» (*cultural backlash*), cujas teses foram defendidas por autores como Pippa Norris e Ronald Inglehart. Assim, no mencionado artigo de Ruiz (2019), é referida a hipótese de que as mudanças seculares nas sociedades ocidentais, como a terceirização, tiveram um efeito duplo, o que poderia ser denominado de insegurança económica e apresentado como aumento da diversidade que, combinados com um aumento em décadas anteriores em direção a valores pós-materialistas e socialmente progressistas, criou um movimento no sentido oposto dos segmentos mais conservadores em questões sociais dos países ocidentais. O que contribuiu para o aumento de posições ideologicamente mais polarizadas.

Uma abordagem multicausal da viragem iliberal: um exercício empírico

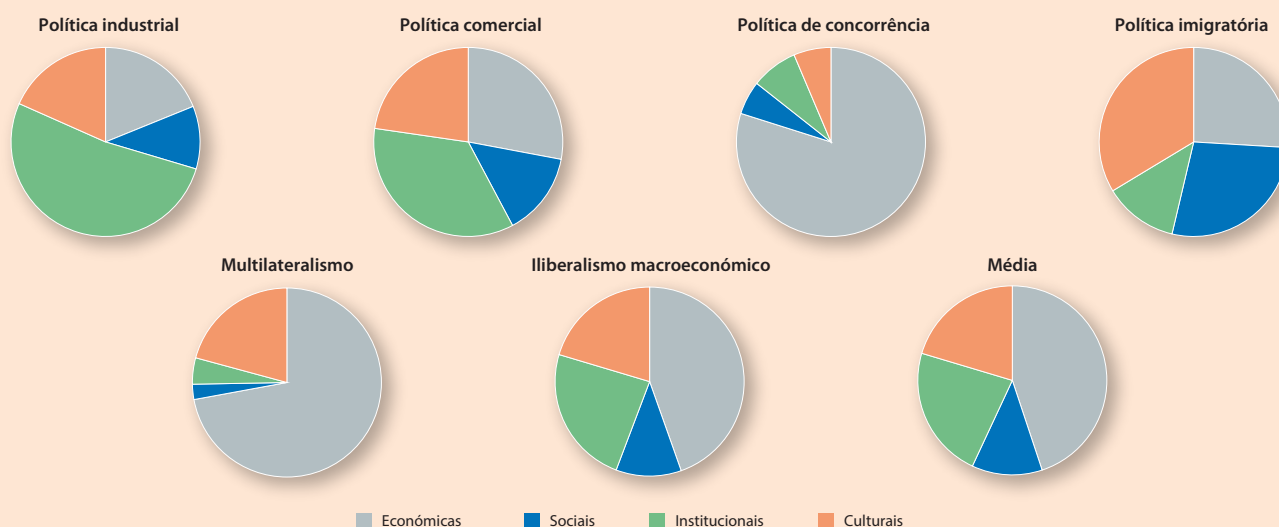
Será que os dados disponíveis confirmam que a viragem iliberal, essa forma especial de polarização das preferências que estamos a estudar, possui causas de várias origens? Para responder à pergunta foram escolhidas e agrupadas em quatro categorias diferentes uma série de variáveis que abrangem o espectro teórico mencionado anteriormente. Em primeiro lugar, as causas estritamente económicas, que medem principalmente o efeito direto da Grande Recessão através da evolução do PIB per capita e da taxa de desemprego. Um segundo bloco é formado por variáveis sociais como a desigualdade e fluxos migratórios. Um terceiro grupo são as variáveis institucionais e, mais especificamente, o estado de direito e o grau de controlo da corrupção. Finalmente, numa quarta e última categoria, são incluídas variáveis culturais e ideológicas, como a secularidade, a liberalidade da sociedade (para entender melhor a definição, consulte os gráficos) e a posição dos partidos no eixo esquerda-direita.

Quando é quantificado o peso destes blocos de variáveis para explicar a mudança no grau de iliberalidade agregada, tal como foi definido no artigo «A viragem iliberal da política económica: que os dados falem por si!» são obtidos resultados bastante esclarecedores. Uma primeira conclusão ao analisar quais são os fatores que estão mais relacionados com cada uma das várias áreas

1. Ver o Dossier «As causas da polarização» na IM05/2019

Fatores explicativos da mudança na iliberalidade

Percentagem da variação explicada (%)



Nota: Cada parte do círculo representa a proporção da variação da mudança no grau de iliberalidade nas seis dimensões (a dimensão das restrições do IDE não é analisada, dado que o número de partidos que expressam a sua opinião sobre o assunto é baixo) explicada pelas diferentes variáveis independentes. É feita uma regressão para cada dimensão na qual a variável dependente, ao nível do partido, é a mudança no grau de iliberalidade ponderada pela mudança na quota de votação do partido, definida como: $Mudança\ na\ Iliberalidade\ do\ eleitorado = Voto_{i,t2} * Iliberalidade_{i,t2} - Voto_{i,t1} * Iliberalidade_{i,t1}$, onde $Iliberalidade_{i,t1}$ é o grau de iliberalidade em cada dimensão da agenda política. O último gráfico ilustra a média das proporções em cada dimensão. As variáveis independentes são divididas em quatro categorias: económica (a variação do PIB per capita durante a crise e no desemprego), sociais (a mudança no coeficiente de Gini e no stock de imigrantes), institucionais (o nível de controlo à corrupção e uma medida da qualidade do estado de direito) e, finalmente, culturais (a orientação política do partido, valores seculares como a importância da religião ou a conformidade com as normas e valores de «emancipação» como aceitação da homossexualidade ou a igualdade de género na política).

Fonte: BPI Research, a partir de cálculos dos autores e dos dados do Banco Mundial (indicadores mundiais de governação), World Value Survey e FMI.

da política económica é que, em termos gerais, os principais elementos são de natureza económica. Não é de surpreender que o tipo de política com a qual estamos a lidar seja precisamente económica.

No entanto – e esta seria uma segunda grande conclusão – quando são revistos os vários âmbitos, é possível observar que tanto os elementos culturais como os institucionais possuem uma influência nada desprezável na viragem iliberal. É o caso, como é possível observar nos gráficos, em áreas como a política comercial, nas quais predominam fatores institucionais ou culturais que pesam bastante na política de migração. No entanto, os elementos sociais, pelo menos como foram definidos, possuem uma capacidade explicativa mais baixa, com exceção do âmbito da política de imigração na qual parece ser um fator que explica o aumento em direção à iliberalidade.

Neste ponto da análise, é interessante pensar se é possível retirar algumas conclusões para os casos de Portugal e Espanha. Embora os dados da variável a ser explicada (o grau de iliberalismo) não estejam disponíveis para Portugal e Espanha, a exploração anterior das causas permite uma primeira aproximação ao nível da pressão existente ao tornar-se mais ou menos iliberal. Assim, ao analisar a evolução das diferentes variáveis explicativas, observa-se que nos dois países, embora com maior intensidade em Espanha, a dinâmica de várias destas variáveis entre antes e depois da crise, sugere uma pressão crescente para um maior grau de iliberalismo. Especificamente, a evolução dos blocos de variáveis económicas e sociais (principalmente a queda do PIB devido à crise, como também uma taxa de desemprego e um nível de desigualdade superior à média da amostra entre 2008 e 2013) indica pressões potenciais nas áreas mais sensíveis a estes elementos (no entanto, convém ressaltar que, tanto em termos institucionais como culturais, Portugal e Espanha apresentam algumas dinâmicas alinhadas com os restantes países).

Para terminar, o exercício realizado aqui coincide na sua principal conclusão com outros semelhantes realizados para outros âmbitos da polarização, ou de forma geral sobre a mudança de preferências, na literatura de ciências sociais: as explicações de causa única casam mal com os dados disponíveis e, embora o peso dos fatores económicos seja maior, os fatores sociais, institucionais, culturais e ideológicos também são relevantes. Assim, à medida que o mundo evoluir na direção que a maior parte dos economistas e analistas preveem, as pressões em todos os âmbitos na maior parte dos países mais significativos do mundo para se afastarem do consenso liberal manter-se-ão, ou até aumentarão, dado que é difícil esperar grandes melhorias em matéria de crescimento a longo prazo, uma forte redução das desigualdades, mudanças nos fluxos migratórios ou regeneração institucional. Neste contexto, devemos explorar os efeitos que esta viragem iliberal poderia ter, um exercício desenvolvido no quarto e último artigo do Dossier.

Os efeitos da viragem iliberal: pouca evidência, muita preocupação

Em 1972, no jantar histórico em que Richard Nixon e Zhou Enlai ratificaram a restauração das relações diplomáticas entre os Estados Unidos e a China, alguém perguntou ao presidente chinês a sua opinião sobre a Revolução Francesa de 1789 e, após pensar durante um longo momento, respondeu «ainda é cedo para avaliar». Embora seja provável que esta anedota, como muitas que envolvem frases famosas, possua uma fiabilidade duvidosa, acreditamos que seja aplicável a outra revolução, mais silenciosa e menos mediática, porque não implica barricadas ou tomadas da Bastilha, que aqui denominamos como viragem iliberal. Como defendermos a seguir, talvez ainda seja muito cedo para avaliar os seus efeitos mas, ao contrário de Zhou Enlai, acreditamos que existem elementos suficientes para alertar sobre os riscos envolvidos. Vamos, então, por partes.

Efeitos da viragem iliberal: poucas evidências por agora

Quando analisamos se a mudança na medição do iliberalismo agregado proposta no artigo «A viragem iliberal da política económica: que os dados falem por si!» deste Dossier tem impacto sobre as principais variáveis macroeconómicas, os resultados são inconclusivos. Se o aumento da viragem iliberal corresponder a um agravamento do crescimento potencial, poderíamos defender que esta viragem afeta a linha de flutuação das economias. No entanto, não é observada nenhuma relação estatisticamente significativa entre as duas variáveis. Uma segunda hipótese poderia ser que o iliberalismo afeta as expectativas de inflação. Aqui, novamente, os dados não confirmam esta premissa. Finalmente, será que apesar de não prejudicar o crescimento ou a estabilidade dos preços, poderia de facto afetar o nível de perceção de risco-país? Novamente, a mudança no nível de risco-país nos países estudados não parece ser causada pela viragem para a iliberalidade, de modo que os investidores não estão claramente inclinados a considerar com maior risco aqueles países que adotaram em maior medida uma agenda não liberal.

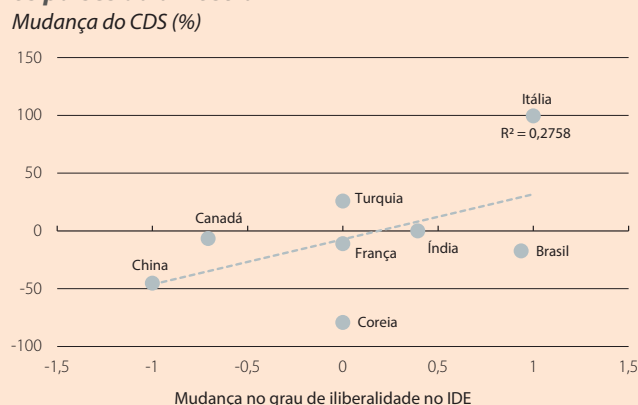
Se abandonarmos como variável explicativa a nossa medida de iliberalidade agregada e usarmos as diferentes medidas que aproximam a viragem iliberal às sete dimensões mencionadas anteriormente (recordemos: política de concorrência iliberal, iliberalismo macroeconómico, restrições ao comércio internacional, restrições ao investimento direto [IDE] estrangeiro, restrições à imigração, antimultilateralismo e política industrial ilegal), os resultados melhoram pouco. Assim, nem as expectativas de crescimento a longo prazo nem a inflação parecem ter mudado devido a variações no nível de iliberalidade em nenhuma destas dimensões, e apenas o aumento no nível de risco-país parece estar relacionado com variações nalgumas destas dimensões. Especificamente, nos países em que os partidos propuseram nos seus programas a introdução de medidas que restrinjam, de uma forma ou de outra, o IDE, foi possível observar um movimento nos indicadores de risco-país que parece indicar uma avaliação mais negativa por parte dos investidores. No entanto, considerando que a causalidade neste âmbito é complexa e o número de observações é baixo (é um aspeto em relação ao qual muitos partidos e países não consideram nos seus programas), este resultado deve ser lido com prudência.

Em suma, a evidência empírica é inconclusiva em relação aos efeitos da viragem iliberal. Contudo, atribuir pouca importância aos possíveis efeitos negativos desta mudança pode ser perigoso. Para avançar nesta linha, é importante saber por que é que os dados podem mascarar os riscos de prosperidade futura.

Por que é que os dados não mostram efeitos significativos da viragem iliberal?

De início, o facto de não sermos capazes de verificar um efeito económico pode dever-se à ação de dois tipos de discontinuidades entre causa (viragem iliberal) e efeito (impacto na economia). A primeira é porque o processo de implementação de políticas é complexo. Assim, uma mudança de preferências (que é o que somos capazes de medir com a nossa metodologia que, convém lembrar, é baseada na leitura dos programas eleitorais) pode não ser decisiva para que a política económica mude na mesma direção e com a mesma intensidade. Poderia ser, por exemplo, que os partidos propusessem uma agenda iliberal para ganhar eleições, mas que mais tarde no governo adotassem uma política económica mais ortodoxa (por exemplo, por pressões de investidores internacionais ou pela existência de um sistema institucional que arbitrasse como contrapeso às tendências iliberais).

Relação entre a mudança no grau de ilegalidade da política no IDE e a mudança no CDS¹ para os países da amostra



Fonte: BPI Research, a partir de cálculos dos autores e da Bloomberg.
Nota: ¹CDS-Credit Default Swap (medida de avaliação do risco).

No entanto, é verdade que geralmente a mudança de preferências reflete-se em novas políticas económicas ou variações das existentes. Mesmo que seja este o caso, uma segunda descontinuidade entre causa e efeito poderia estar a atuar: como muitas das medidas em que este afastamento do consenso liberal se materializa possuem um carácter estrutural, em muitos casos é provável que simplesmente ainda não tenha passado tempo suficiente para que as novas políticas tenham um efeito significativo.

Pouco espaço para complacência perante a viragem iliberal: uma leitura em matéria de riscos

Como devem ser lidos os resultados anteriores (ou, com maior rigor, a falta deles)? Qualquer sugestão de complacência deve ser imediatamente descartada. Embora a evidência empírica não tenha encontrado efeitos macroeconómicos claramente negativos, como já foi dito, é possível que o seu surgimento seja uma questão de tempo. Além disso, também não sabemos o contrafactual: se um país aplicar uma agenda iliberal de forma clara e o seu crescimento potencial não mudar significativamente, não nos diz nada sobre o que poderia ter acontecido se a política económica tivesse mantido coordenadas liberais (poderia, por exemplo, ter crescido mais).

No entanto, é preciso colocar outra possibilidade em cima da mesa, e esta é uma conclusão que, como economistas, nos pode incomodar: pode existir a possibilidade de que uma agenda não liberal possa ter efeitos menos negativos do que aqueles que se poderiam esperar. Aqui entramos em areias movediças intelectuais e é preciso atuar com cautela. De início, é preciso lembrar que existe um certo consenso no facto de que os princípios económicos de primeira ordem que explicámos no artigo «Formas iliberais da política económica: evolução ou mudança radical face ao consenso existente?» deste Dossier podem ser modulados a diferentes circunstâncias, de maneira que poderiam assumir formas diferentes para países em diferentes etapas de desenvolvimento.

Neste âmbito, o caso mais paradigmático é o estudo dos países emergentes, no qual é mostrado que muitos países – principalmente asiáticos – optaram por manter protegidos certos setores estratégicos até conseguirem resistir à concorrência internacional.

Contudo, modular os princípios é muito diferente de cancelá-los. Neste sentido, é ilustrativo o caso das políticas económicas heterodoxas que foram seguidas em vários países da América Latina nas décadas de 1970 e 1980, ou na Venezuela já neste século, e que criaram fortes desequilíbrios macroeconómicos que acabaram por desestabilizar estas economias e provocar grandes perdas de bem-estar económico.

No entanto, eximindo erros graves como os anteriores, e assumindo que estamos a falar de países com um nível de desenvolvimento comparável, será que o iliberalismo poderia por vezes funcionar economicamente? A literatura sobre os efeitos económicos do populismo, que possui paralelismos com o tipo de reflexão intelectual que propomos aqui ao leitor, e que está apenas numa fase incipiente do desenvolvimento académico, sugere que um elemento-chave é determinar que tipo de restrições eliminam as políticas não ortodoxas¹. Parte da agenda da política económica liberal gira em torno de restrições, sejam elas tecnocráticas (um banco central independente, regras fiscais, etc.) ou externas (por exemplo, a abertura a capitais internacionais implica disciplina fiscal). Se forem eliminadas restrições que foram estabelecidas por certos grupos de poder para seu próprio benefício (por exemplo, nem todas as formas de integração na globalização são neutras, pois existem evidências de que às vezes refletem as preferências de certos setores económicos e não do conjunto da população), então poderia haver um ganho de eficiência. Assim, o paradoxo é que uma medida antiliberal poderia permitir recuperar uma situação que o consenso liberal estava à procura e que, em certa medida, tinha sido deturpada.

No entanto, mesmo que seja este o caso, a conclusão é que esta tentação da libertar das restrições implica geralmente perigo e que a tentação poderia acabar por laminar os limites que custaram tanto acordar e dos quais existe uma ampla evidência sobre os seus efeitos benéficos. Para dar um exemplo muito evidente: foram necessárias duas décadas para que a maior parte dos países emergentes implementasse bancos centrais independentes. Contudo, essa independência está a ser sacrificada a uma velocidade preocupante em países que até recentemente eram considerados modelo. Estar-se-á a brincar com fogo?

Além disso – e o que se segue indica um risco ainda mais sério – deve ser tido em consideração que a quebra do consenso liberal traz consequências que vão além do estritamente económico. Numa sociedade em que a semente da iliberalidade germina, é difícil pensar que a tentação antiliberal apenas se vai cingir ao âmbito da política económica, com o risco de deriva antidemocrática que acarreta. A história lembra-nos que, sempre que ocorreu uma viragem que prejudicou consideravelmente normas pluralistas, democráticas e liberais, o caminho percorrido terminou mal. Esperamos que este Dossier, com o seu esforço de caracterização e medida, seja um pequeno contributo para um debate fundamental no qual não nos podemos enganar.

1. Ver Dornbusch, R. e Edwards, S. (1991). «The Macroeconomics of Populism in Latin American». Chicago: Universidade de Chicago. E Rodrik, D. (2018). «Is Populism Necessarily Bad Economics?» AEA Papers and Proceedings, vol. 108, pp. 196-99, por exemplo.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2020

© CaixaBank, S.A., 2020

Design e produção: www.cegegglobal.com

