



SÍNTESE DE INVESTIMENTO EDIÇÃO DE ANIVERSÁRIO

COLETÂNEA DE ARTIGOS
2015 – 2025



Caixa Gestão de Ativos







SÍNTESE DE INVESTIMENTO - 10 ANOS DE REFLEXÃO E VISÃO

Desde novembro de 2015, a Síntese de Investimento é publicada mensalmente pela Caixa Gestão de Ativos, acompanhando a evolução dos mercados financeiros e da economia global.

Esta edição especial reúne uma seleção de artigos que marcaram a última década. São textos que acompanharam os grandes temas da economia e dos mercados, da crise financeira à pandemia, da política monetária à transição energética, da geopolítica à globalização.

Organizados de forma temática e cronológica, estes artigos oferecem uma leitura abrangente e interligada dos desafios e transformações que moldaram o mundo financeiro nos últimos 10 anos. Mais do que uma retrospectiva, esta compilação é um convite à reflexão sobre o futuro.





CICLOS ECONÓMICOS E CRISES

01. Crescimento da economia portuguesa em máximos de 2000 — *as good as it gets?*
nov/2017 | José Miguel Cardoso da Costa 9
02. 10 anos após a crise - entre o “Hoje” e o “Amanhã”
out/2018 | Caixa Gestão de Ativos 13
03. O ciclo económico - tudo o que tem um início, tem um meio e (inevitavelmente) um fim
abr/2019 | Caixa Gestão de Ativos 16
04. COVID-19: Impactos económicos e nos mercados financeiros
mar/2020 | Caixa Gestão de Ativos 19
05. “Tempestade perfeita” no petróleo
mai/2020 | Caixa Gestão de Ativos 22

POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADOS FINANCEIROS

06. Níveis de inflação suscitam expectativas de viragem da política monetária
fev/2022 | João Loureiro 27
07. Política Monetária e Taxas de Juro: Desta vez não foi diferente...
jul/2023 | Joaquim Cadete 30
08. Mecanismos à disposição dos bancos centrais para a implementação da política monetária
out/2023 | Rui Gomes 33

SUSTENTABILIDADE E ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

09. Investimento Sustentável na Gestão de Ativos: da Exclusão à Integração
mai/2019 | Caixa Gestão de Ativos 38
10. A forma como a atitude perante o risco afeta as decisões de investimento
abr/2024 | Pedro Rino Vieira 41
11. A Politização do ESG
mar/2025 | Caixa Gestão de Ativos 45

GEOPOLÍTICA E RISCO GLOBAL

12. Europa em construção – mais um piso no edifício
dez/2018 | Cristina Casalinho 50
13. Assim se elege um presidente da América
fev/2024 | Leonídio Paulo Ferreira 55
14. Como a guerra no Médio Oriente pode afetar a economia?
mai/2024 | Maria João Tomás 59
15. Relatório Draghi: como pode a União Europeia voltar a ser competitiva?
out/2024 | Gonçalo Nabeiro 63
16. O fim de uma época
dez/2024 | Henrique Burnay 67
17. O Futuro da Globalização
jul/2025 | Joana Silva 71

EDITORIAL

**10 ANOS DE SÍNTESE DE INVESTIMENTO:
UMA DÉCADA A LER O PRESENTE E A ANTECIPAR O FUTURO**

Desde o seu lançamento em novembro de 2015, a **Síntese de Investimento** da Caixa Gestão de Ativos consolidou-se como uma referência na análise macroeconómica e financeira, oferecendo aos nossos leitores uma leitura crítica, estruturada e acessível dos principais temas que moldam os mercados financeiros. Esta edição especial, que assinala os 10 anos da publicação, reúne uma seleção de artigos que se destacam não apenas pela relevância que continuam a demonstrar, mas também pela profundidade com que ajudaram a compreender o contexto económico e a tomar decisões de investimento mais informadas.

A seleção percorre momentos-chave da história recente como a transformação da economia portuguesa, os efeitos ainda persistentes da crise financeira global, passa por marcos da construção europeia e pela própria dinâmica dos ciclos económicos refletida no artigo “Tudo o que tem um início, tem um meio e (inevitavelmente) um fim”. A pandemia de COVID-19 surge como um ponto de inflexão incontornável, com impactos económicos e financeiros sem precedentes, seguidos por choques nos mercados de matérias-primas, como a designada “Tempestade perfeita” no preço do petróleo.

A política monetária é outro eixo estruturante desta coletânea. Vários artigos analisam a evolução das taxas de juro, os mecanismos ao dispor dos bancos centrais e os desafios para estas entidades num contexto de inflação crescente. A reflexão sobre o papel da política monetária culmina no artigo “Desta vez não foi diferente...”, que desconstrói a ideia de que os ciclos atuais são excecionais, mostrando antes a sua recorrência histórica.

A dimensão geopolítica também marca presença. Os impactos da guerra e a forma como afetam a economia global, a eleição presidencial nos EUA e a importância da atitude perante o risco nas decisões de investimento

são temas que cruzam economia, política e finanças comportamentais. A evolução do projeto europeu e os desafios da sua integração institucional são analisados no artigo "Europa em construção - mais um piso no edifício", enquanto o artigo "Relatório Draghi: como pode a União Europeia voltar a ser competitiva" são propostos caminhos para restaurar a competitividade europeia, num momento em que a União Europeia procura reposicionar-se num mundo em transformação.

O caminho percorrido em matéria de sustentabilidade, é também abordado, inicialmente, no âmbito da sua importância e aplicação prática na gestão de carteiras e, posteriormente, com uma análise crítica à politização crescente deste conceito, num contexto de tensões ideológicas e desafios regulatórios.

O artigo "O Futuro da Globalização" encerra esta edição com uma visão prospetiva sobre a reorganização das cadeias de valor, a fragmentação geoeconómica e os novos equilíbrios de poder.

Esta revista é, mais do que uma retrospectiva, uma reflexão sobre o percurso trilhado e um testemunho da capacidade de adaptação, da solidez analítica e da relevância estratégica da **Síntese de Investimento**.

Um sentido agradecimento a todos os que a tornaram possível: desde os nossos autores convidados, à nossa equipa da Síntese (atuais e anteriores colaboradores) e aos nossos Clientes para quem continuamos a trabalhar no sentido de fazer cada vez mais e melhor.

Que os próximos 10 anos sejam pautados pela mesma ambição de sempre: ler o presente para melhor antecipar o futuro.



Cristina Brízido

*Presidente do Conselho de Administração
da Caixa Gestão de Ativos*



CICLOS ECONÓMICOS E CRISES

01.

NOV/2017

CRESCIMENTO DA economia portuguesa em máximos de 2000 - *as good as it gets?*

Nos últimos trimestres a economia portuguesa tem evidenciado um comportamento muito positivo, apresentando uma aceleração significativa do ritmo de crescimento para patamares que não eram observados desde o final da década de 1990.

Com efeito, a generalidade das instituições nacionais e internacionais estima que a economia portuguesa venha a registar um crescimento real entre 2,5% e 2,7% em 2017, o valor mais elevado desde 2000 e que supera o ritmo esperado para a área do euro apenas pela segunda vez desde esse ano.

O que procuramos em seguida é compreender o que terá estado na base deste dinamismo e, sobretudo, antecipar se esta tendência será sustentável no futuro.

1. O que explica a aceleração observada a partir da segunda metade de 2016?

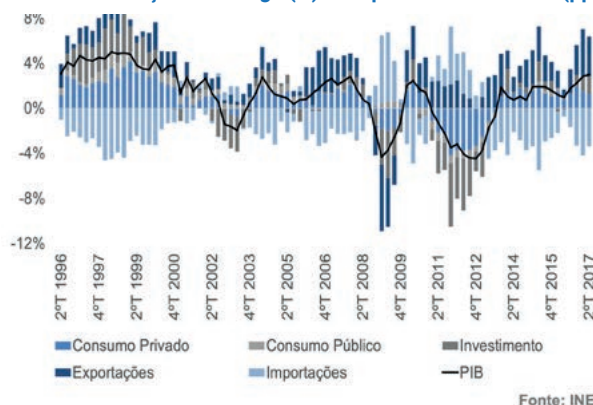
Em primeiro lugar, importa situar temporalmente este período de maior dinamismo. Se é certo que a economia portuguesa já soma 15 trimestres consecutivos de crescimento homólogo (desde o final de 2013), a verdade é que superou a barreira de 2% apenas no quarto trimestre de 2016 (2,2%), acelerando entretanto para 3% no segundo trimestre de 2017, o valor mais elevado desde 2000.

Comparando com o período imediatamente anterior, esta aceleração pode ser atribuída especialmente a um maior dinamismo das exportações e do investimento, a par de uma estabilização do crescimento do consumo privado em torno de 2%.

No ano terminado no segundo trimestre de 2017, as exportações cresceram 7,2% em média, o que

CRESCIMENTO DO PIB real e principais contributos

Taxa de variação homóloga (%) e respetivos contributos (pp)



compara com 3,7% no ano terminado no segundo trimestre de 2016, denotando uma aceleração conjuntural, que beneficiou de um efeito de base favorável e de um crescimento mais robusto da economia global, em particular na área do euro.

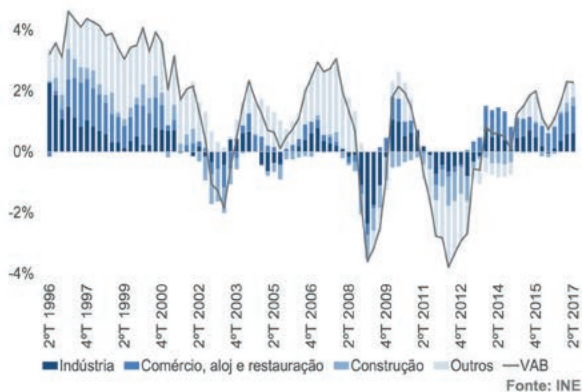
No entanto, as exportações já têm vindo a crescer de forma sustentada desde o início de 2010 (média de 6% ao ano), pelo que a evolução dos últimos 12 meses não terá sido tanto uma exceção, mas mais uma confirmação da robustez desta tendência mais estrutural.

Este comportamento tem sido suportado por ganhos de quota de mercado significativos (desde 2010, as exportações portuguesas cresceram mais de 15 p.p. acima do crescimento das importações dos nossos principais parceiros comerciais), obtidos num contexto de relativa estabilidade dos indicadores de competitividade-preço, o que indicia uma melhoria da posição das exportações portuguesas na escala de valor.

Um fator importante de suporte parece ter sido o

Crescimento do VAB real e principais contributos

Taxa de variação homóloga (%) e respetivos contributos (pp)



aumento da diversificação das exportações portuguesas, seja em termos de destino geográfico, seja sobretudo em termos de produto. Por exemplo, é sabido, o turismo tem sido um dos setores mais dinâmicos, mas nos 12 meses terminados em junho o crescimento das exportações associadas a viagens e turismo (16,3% em termos nominais), justificou apenas 29% do crescimento total das exportações no mesmo período (8,7% em termos nominais), o que atesta bem da importância de outros setores para o crescimento sustentado das exportações.

Uma outra forma de confirmar isto mesmo será olhar para a evolução do produto do lado da oferta. De facto, o setor do comércio, alojamento e restaurantes foi aquele que recuperou mais cedo e que tem contribuído de forma mais sustentada para o crescimento do produto desde 2014. Mas também é possível verificar que esse contributo se tem mantido relativamente constante, pelo que o maior dinamismo recentemente observado está associado à aceleração da produção de outros setores, nomeadamente indústria e construção (ainda que o crescimento da construção possa também estar relacionado com o boom turístico nas principais cidades).

Em relação ao investimento, muito embora já houvesse sinais de alguma recuperação desde 2014, o crescimento da FBCF observado no ano terminado no segundo trimestre de 2017 (7,0%) foi o mais elevado desde 1999 e compara com apenas 1,3% no ano homólogo. Novamente, uma parte desta evolução é justificada por um efeito de base favorável (o investimento em 2015 e início de 2016 abrandou de forma significativa, possivelmente em resulta-

do de alguma incerteza associada ao período eleitoral), mas deve ser também destacado o crescimento do investimento em construção, que parece finalmente dar sinais de recuperar face à queda de mais de 50% registada desde o máximo alcançado em 2001, juntando-se ao comportamento positivo já evidenciado pelo investimento em equipamento e material de transporte.

Importa ainda salientar a sustentação do crescimento do consumo privado, que tem sido suportado por uma recuperação gradual do rendimento disponível das famílias, seja por via do comportamento muito favorável do mercado de trabalho, seja por via de algumas medidas orçamentais de recuperação do rendimento de uma parte substancial das famílias.

2. Previsões para 2018 e anos seguintes

A generalidade das instituições nacionais e internacionais antecipa uma desaceleração do ritmo de crescimento em 2018, em linha com o que se espera para a economia global. Mas, talvez mais importante, antecipa-se que a economia portuguesa poderá continuar a crescer acima de 2% e acima da área do euro. Poderá ser assim?

Projeções para o crescimento do PIB

Taxa de variação homóloga (em %)

	Min Fin		BdP		CFP		FMI		CE	
	Out-17	2018 ^p	Out-17	Jun-17	Set-17	2018 ^p	Out-17	2018 ^p	Out-17	Mai-17
2017 ^p	2018 ^p	2017 ^p	2018 ^p	2017 ^p	2018 ^p	2017 ^p	2018 ^p	2017 ^p	2018 ^p	2018 ^p
PIB	2.6	2.2	2.5	2.0	2.7	2.1	2.5	2.0	1.8	1.6
Consumo privado	2.2	1.9	1.9	1.7	2.2	2.1	2.2	1.8	1.9	1.3
Consumo público	-0.2	-0.6	0.3	0.6	0.7	0.0	0.6	0.5	0.4	0.5
FBCF	7.7	5.9	8.0	5.3	9.1	5.2	6.9	5.7	5.4	4.7
Exportações	8.3	5.4	7.1	6.8	7.9	4.0	7.6	5.2	4.4	4.2
Importações	8.0	5.2	6.9	6.9	7.6	4.1	7.3	5.1	5.2	4.5
p.m. PIB AEuro	-	-	-	-	-	-	2.1	1.9	1.7	1.8

Fonte: MinFin, BdP, CFP, FMI e CE

p.m.= por memória

Tendo em consideração a evolução recente dos indicadores de confiança e do indicador coincidente do Banco de Portugal (em máximos históricos) parece razoável antecipar a manutenção de um ritmo de crescimento elevado.

Do lado do consumo privado, a recuperação do emprego, a par da manutenção de taxas de juro baixas, deverão continuar a suportar o crescimento do rendimento disponível. No entanto, não deve deixar de causar apreensão a redução da taxa de poupança das famílias, que no segundo trimestre do ano se fixou em 5,2% (apenas 0,2 p.p. acima do mínimo histórico), pelo que não se espera uma aceleração significativa do consumo.

Em relação às exportações, espera-se que mantenham um comportamento globalmente favorável, embora se possa verificar algum abrandamento, em linha com a trajetória antecipada para a economia global (não sendo de desprezar algum efeito negativo das exportações para Espanha, caso a situação na Catalunha se arraste e leve a algum adiamento das decisões de investimento). A questão essencial, no entanto, será verificar até que ponto será possível continuar a ganhar quotas de mercado, o que estará dependente de ganhos de produtividade e do alargamento da capacidade produtiva.

Neste contexto, o investimento continuará a ser a variável crucial, não só como contributo aritmético para o crescimento imediato do PIB, mas sobretudo para suportar o necessário aumento do stock de capital e assim o crescimento potencial.

No futuro imediato, há alguns fatores que deverão continuar a suportar o investimento, nomeadamente a melhoria das condições de acesso ao crédito, tendo em conta a manutenção de condições monetárias acomodáticas e a melhoria do rating da República Portuguesa para um patamar de *Investment Grade*.

Esta mesma expectativa é evidenciada nos inquéritos de conjuntura ao investimento, onde se verifica que a percentagem de empresas com limitações ao investimento tem diminuído em todos os setores, situando-se já bem abaixo do valor apresentado antes da crise. Adicionalmente, há cada vez menos empresas a apontar a dificuldade de acesso ao crédito como fator limitativo ao investimento, o que a par de uma maior capitalização do sistema bancário poderá ajudar a libertar o financiamento necessário para novos projetos, ainda que seja importante prosseguir o processo de desalavancagem iniciado nos últimos anos.

3. Que crescimento potencial?

De acordo com as últimas estimativas da CE (*Spring Forecasts*, de maio de 2017), o crescimento potencial da economia portuguesa desacelerou de forma acentuada no início da década de 2000, tendo mesmo registado um valor negativo entre 2009 e 2015. Para 2016, a CE estimava um crescimento potencial de 0,4%, acelerando para 1% em 2018. No OE2018 o Ministério das Finanças atualizou estes valores para 0,7% e 1,6%, respetivamente, sinali-

zando que a economia portuguesa poderá estar, em breve, de regresso a um crescimento do PIB potencial pelo menos em torno de 2%.

Será possível alcançar um crescimento potencial de 3%, em linha com o verificado na década de 1990? Que fatores poderão suportar essa trajetória?

Creascimento do PIB potencial

(médias anuais; %)

	1965-73	1974-85	1986-2000	2001-08	2009-15
Portugal	4,8%	3,4%	3,3%	1,2%	-0,4%
Área do euro	4,7%	2,5%	2,4%	1,8%	0,6%

	2016 E	2017 P	2018 P
Portugal (OE2018)	0,7%	1,3%	1,6%
Portugal (CE)	0,4%	0,8%	1,0%
Área do euro	1,0%	1,2%	1,2%

Fonte: CE (mai/17) e MinFin (out/17)

Num modelo de crescimento de longo prazo, este estará dependente da evolução dos fatores produtivos (trabalho, capital físico e humano) e da produtividade.

Do lado do trabalho, e uma vez recuperado um nível próximo do pleno-emprego, subsistem hoje limitações demográficas importantes que constroem o contributo deste fator para o crescimento potencial. Por um lado, temos uma das taxas de natalidade mais baixas do mundo e um saldo migratório deficitário desde 2011, pelo que se antecipa uma redução da população em Portugal nos próximos anos. Por outro lado, e tão ou mais importante, enfrentamos uma trajetória inexorável de envelhecimento da população, comum à generalidade das economias avançadas, mas agravada no nosso caso pela baixa taxa de fecundidade. De acordo com o *Ageing Report* da CE, de 2015, o peso da população em idade ativa (15-64) no total deverá reduzir-se de 66% em 2013 para 54% em 2060, passando a ser o segundo mais baixo da UE. Esta tendência obrigará as gerações futuras a ganhos de produtividade cada vez maiores.

A evolução recente da produtividade por trabalhador tem dado indicações mistas, com um crescimento positivo e superior à média da área do euro nos anos até 2013, seguido de uma ligeira deterioração desde 2014, à medida que a recuperação do emprego acelerava mais do que o crescimento do produto. Num estudo recente, o BdP (no Boletim Económico, de outubro de 2017) mostra que a evolução da produtividade nos últimos anos tem beneficiado de uma transferência de trabalhadores para os setores mais produtivos (apesar do contributo intrassetorial negativo, em resultado do rápido au-

mento do emprego), o que evidencia uma melhor afetação de recursos. Ora, a má alocação dos enormes fluxos de capital que entraram no país no final da década de 1990 e início de 2000 foi por muitos identificado como o principal problema que esteve na base do crescimento anémico da economia portuguesa dos últimos 15 anos, pelo que esta evidência recente pode ser encorajadora.

A produtividade por trabalhador beneficiará também de um maior investimento em capital físico e humano. Em ambos os casos Portugal tem ainda uma grande margem de progressão. Em relação à educação, registou-se uma evolução assinalável nos últimos 30 anos, seja em relação ao nível de escolaridade e redução do abandono escolar precoce, seja em relação aos resultados dos testes de literacia. No entanto, para que esta evolução se traduza num efetivo aumento da produtividade, será necessário que as empresas sejam capazes de absorver e motivar esta mão-de-obra mais qualificada.

Uma das limitações que é mais vezes aflorada quando se discute a capacidade de investimento das empresas é o grau de endividamento da economia portuguesa. Muitas das instituições internacionais e agências de *rating* continuam a apontar o excesso de endividamento, das empresas em particular, como um constrangimento significativo. No entanto, apesar de se situar num patamar ainda historicamente elevado (acima de 110% do PIB), a dívida das empresas já diminuiu mais de 30 p.p. do PIB face ao máximo, situando-se pouco acima da média da área do euro.

Por outro lado, no longo prazo, é expectável que haja um equilíbrio entre investimento e poupança internos, o que nos remete para a baixa taxa de poupança das famílias. No entanto, esta redução esconde uma tendência contrária à observada noutros setores institucionais (comum na generalidade das economias avançadas), nomeadamente nas sociedades não financeiras. De facto, a taxa de poupança das empresas tem vindo a aumentar significativamente, compensando em grande medida a redução observada do lado dos particulares: no total da economia, a taxa de poupança tem vindo a recuperar face aos mínimos de 2009 (quando chegou abaixo de 11%), fixando-se em 16,1% no ano terminado em junho de 2017, o valor mais elevado desde 2003.

Num outro estudo recente do BdP (no Boletim Económico, de junho de 2017), uma análise a dados microeconómicos ao nível da empresa sugere que, em grande medida, o aumento da poupança das empresas se tem concentrado naquelas que têm um maior grau de endividamento, denotando uma preocupação crescente na correção daquele desequilíbrio e abrindo espaço a um aumento mais sustentado do investimento.

Assim, parecem existir condições objetivas para a economia portuguesa inverter definitivamente o ciclo de crescimento anémico de 2001-14, podendo retomar um crescimento potencial acima de 2% (e em situações favoráveis próximo de 3%... melhor é possível!). No entanto, é também importante reconhecer que ainda subsistem vulnerabilidades significativas, que levarão o seu tempo a ser corrigidas. **Para que o ciclo de expansão seja sustentado é crucial que todos os agentes económicos mantenham uma estratégia consentânea com a correção desses desequilíbrios, sob pena de a estrutura voltar a abanar ao menor assomo de vento em sentido contrário.**

Por José Miguel Cardoso da Costa

Coordenador do Gabinete de Estudos do IGCP |
Professor Auxiliar (convitado) da Nova SBE

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*

02.

OUT/2018

10 anos após a crise - entre o “Hoje” e o “Amanhã”

Em 2008 ocorreu um dos maiores tumultos nos mercados financeiros e na economia global, por muitos comparado ao “crash” bolsista de 1929. A génese desta crise, contudo, pode ser encontrada anos ou mesmo décadas antes, na envolvente financeira, económica e mesmo social, não só dos EUA como a nível mundial. Atualmente, depois de uma década de intervenções monetárias de vários bancos centrais, de diversos eventos locais de cariz potencialmente sistémico e, por fim, de um crescimento económico síncrone entre as várias regiões, assiste-se a uma reorientação política e económica a nível global.

Génese da Crise

Apesar de poder ser redutor sugerir que a Crise teve uma causa única, é relativamente consensual que se poderá apontar o excesso de inovação do setor financeiro, o qual se traduzia em soluções cada vez mais criativas para permitir a continuação do aumento do endividamento, por vezes exponencial, nalguns setores da economia, como uma das causas mais relevantes. No epicentro destes excessos poderá ser encontrado o crédito hipotecário (*mortgages*). A democratização na economia deste conceito de crédito veio revolucionar o sistema bancário e a sociedade americana a partir da década de 70. O referido crédito é vocacionado para a compra de casa, sendo esta uma garantia real do financiamento concedido, apresentando desta forma um menor risco de incumprimento, ou seja, sendo considerado de melhor qualidade para os potenciais investidores. Por um lado, para as famílias, a aquisição de uma casa representava uma oportunidade, não só de melhorar o seu bem-estar, mas também, dado que a posse de habitação própria era considerada como uma forma de status, de progressão social. Por outro, para as

instituições financeiras e investidores, como uma solução para a aplicação dos seus capitais num investimento de risco percecionado como reduzido. Neste contexto, nas décadas que se seguiram, o rácio entre a dívida das famílias e o seu rendimento disponível passou de 60%, em 1970, para 100%, em 2000, chegando aos 140% em 2007¹.

Para a referida envolvente, possivelmente contribuiu a tendência da redução da regulamentação do setor financeiro, as falhas na aplicação da regulação existente e a forma pouco prudente como o próprio era gerido. Nesta altura, a regulação financeira apresentava um carácter pró-cíclico, com os modelos de risco dos bancos a assumirem pressupostos de incumprimento que provaram ser demasiado optimistas, o que se traduziu em necessidades de capital reduzidas. Como consequência desta situação, foram concedidos empréstimos a tomadores que não apresentavam garantias suficientes, refletindo uma baixa probabilidade de os pagar - crédito conhecido como “subprime”. Um dos expoentes máximos destes foram os *NINJA loans*², os quais eram concedidos para financiar montantes superiores aos valores das casas dadas como colateral, sob a expectativa de que estes aumentassem progressivamente.

Paralelamente, e com o objectivo de conseguirem novas fontes de financiamento, de forma a escalam a sua atividade sem um aumento significativo das necessidades de capitais próprios, várias instituições financeiras desenvolveram formas

1 *The Global Financial Crisis: Lessons and Opportunities for International Political Economy*, L. Mosley, D. Singer, 2009

2 *NINJA - No income, no jobs, no assets* | Crédito a pessoas sem rendimento, sem trabalho, sem ativos

criativas de monetizar estes empréstimos, “transformando-os” em obrigações, que posteriormente seguiram o seu caminho nos mercados financeiros, nas quais os investidores ou mesmo outros bancos com excesso de liquidez investiram. Estes instrumentos, apesar de inicialmente terem sido apresentados sob formatos com características relativamente simples e transparentes, num contexto de taxas de juro tendencialmente mais baixas e de procura de rendibilidades mais elevadas por parte dos investidores, viram a sua complexidade e opacidade incrementadas de forma exponencial, de tal modo que em muitas situações se tornou quase “impossível” uma correta avaliação dos riscos subjacentes.

O abrandamento da economia, verificado em 2007, conjugado com o aumento do desemprego, resultou num incremento das taxas de incumprimento dos referidos empréstimos e dos instrumentos financeiros alicerçados nestes, nos quais as instituições financeiras tinham elevadas exposições, muitas vezes não devidamente refletidas nos seus balanços. Este contexto catapultou a falência de várias instituições americanas e contagiou outras regiões, nomeadamente a Europa. A rapidez e a profundidade do referido contágio espelharam a debilidade dos modelos macroeconómicos e macro prudenciais de então. O setor financeiro era encarado pelos decisores como qualquer outro setor económico, ignorando-se os efeitos multiplicadores dos desequilíbrios deste na economia³.

Uma década em consequências

A forma concertada como os países do G-20 responderam à Crise permitiu, de certa forma, atenuar os seus impactos. Contudo os efeitos disruptivos na economia, nos mercados financeiros e na sociedade não deixaram de se fazer sentir.

Numa situação normal de mercado, as instituições com excesso de liquidez, tipicamente facultam-na às com défices, num circuito definido como mercado monetário.

Numa primeira fase da Crise, quando se verificou um aumento do ceticismo relativamente à solidez das instituições com défices, estas viram o seu

acesso à liquidez seriamente afetado, ou mesmo impossibilitado tendo o referido circuito cessado. No entanto, apesar de as autoridades monetárias e políticas de várias regiões terem aprovado mecanismos de apoio aos bancos, acabaram por ocorrer várias falências no setor, sendo a mais significativa e mediática a do *Lehman Brothers*.

Como corolário, este enquadramento expôs não só as fragilidades do setor financeiro, mas também de várias economias, tais como a da Irlanda, pela debilidade do seu sistema financeiro, e as de alguns países do sul da Europa, pelos desequilíbrios estruturais que o contexto então vigente permitiu. Desta forma, e nos anos que se seguiram à Crise Financeira nos EUA, os referidos países conheceram recessões profundas, tendo nalguns casos sido necessária ajuda financeira internacional, a qual implicou medidas de austeridade e reformas estruturais, muitas vezes mal recebidas pela população e com repercussões na realidade económica e política atual. A rápida deterioração da atividade económica, não só nestes países mas na AE como um todo, forçou a intervenção do BCE, o qual “injectou” liquidez no sistema sob a forma do programa de compra de ativos, vulgo QE, num montante sem precedentes.

Em resposta à perceção de um contexto de elevada fragilidade regulatória que poderá estar na génese da Crise, paralelamente assistiu-se a uma alteração substancial da regulação bancária. Estas modificações vieram aumentar as exigências de capital aos bancos e visaram a implementação de normas mais restritivas para o reconhecimento e avaliação dos riscos dos ativos em balanço. As referidas alterações resultaram na utilização de critérios mais rigorosos e “apertados” de concessão de crédito, o que de alguma forma culminou numa redução do acesso ao financiamento dos agentes económicos. Estes efeitos contrariaram os objetivos dos Bancos Centrais nos seus programas de promoção da liquidez na economia, com alguns deles, tais como o BCE, a optarem por agir diretamente no mercado através da compra de dívida privada.

Entre o “Hoje” ... e o “Amanhã”

As instituições bancárias necessitam de recuperar a sua credibilidade como “multiplicador” da economia, o que, de certa forma, estão já a tentar

3 Foreword - *The crisis, ten years after: lessons learnt for monetary and financial research*, Beyer, A., Coeuré, B., Mendicino, C., 2017

fazer. Estão mais bem capitalizadas, o setor encontra-se mais consolidado e os seus supervisores têm atualmente ao seu dispor um conjunto de ferramentas que poderão minimizar os potenciais riscos sistémicos. No entanto, o sistema financeiro apesar das profundas mudanças registadas ao longo dos últimos anos, nalguns aspetos mantém-se fiel à sua identidade pré-crise. A inovação na estruturação de novos produtos e de soluções financeiras voltou a ter um papel de destaque, numa tentativa de melhorar a sua rentabilidade, num contexto mais adverso do que em ciclos precedentes, o que continua a testar a capacidade de supervisão dos reguladores. Nos EUA, assiste-se mesmo a uma tentativa de redução da regulação do setor.

Na AE, ao longo dos últimos anos, um conjunto de países e empresas dependeram do BCE para assegurar parte das suas necessidades de financiamento, em especial através do programa de compras de ativos. Com o fim deste programa, previsto para dezembro, poder-se-á assistir a estrangulamentos no acesso à liquidez, a custos de financiamento mais elevados e a um aumento da volatilidade dos mercados financeiros.

A responsabilização do *status quo* e das elites económicas e políticas de então pela génese da Crise e pelos seus efeitos no bem-estar das famílias, tem sido uma das "plataformas" políticas que permitiu a promoção de partidos mais populistas a nível global. Muitas das opções políticas e monetárias tomadas ao longo da última década foram possivelmente percecionadas como um prémio "à má gestão", ou uma transferência da população em geral para os mais ricos. Na Europa, num enquadramento de contração da economia e de deterioração das condições de vida, sobretudo nos países alvo de medidas de austeridade, em conjunto com a aparente ausência de responsabilização dos putativos responsáveis pela Crise, as tensões sociais e o descontentamento com o poder instalado começaram a ser frequentes. Este contexto que fomentou o aumento das tendências populistas e de euroceticismo, permitiu a sua maior representatividade no panorama político atual. Nos EUA, estas tendências poderão ter tido ecos na eleição de *D. Trump*, alicerçada numa retórica populista e nacionalista - "America First".

A estabilidade e o enquadramento favorável que se vivia na década de 2000 facilitaram a compla-

cência dos agentes financeiros perante alguns sinais de risco. Atualmente, reescreve-se o cenário de atuação mundial, na esfera política, económica e financeira, moldado pelo impacto das ações dos decisores ao longo dos últimos 10 anos. Os desafios são vários, e a forma como os mesmos serão enfrentados e resolvidos condicionará, sem dúvida, a realidade futura.

Caixa Gestão de Ativos

03.

ABR/2019

O ciclo económico - tudo o que tem um início, tem um meio e (inevitavelmente) um fim

O conceito de ciclo económico refere-se às flutuações da atividade face à tendência de longo prazo. Desta forma, o produto varia entre períodos de maior e de menor crescimento, ou mesmo de contração.

O estudo dos ciclos ganhou maior importância a partir da segunda metade do século XIX, sendo contemporâneo com as preocupações resultantes das crises que afetaram a economia mundial desde a revolução industrial. A principal característica de um ciclo é a evolução da atividade ocorrer de acordo com um padrão recorrente e observável. O interesse pela análise destes padrões intensificou-se durante o século XX, de forma a permitir aos decisores económicos e monetários a formulação de políticas que permitissem mitigar os impactos económicos mais adversos. Também, a correta aferição do estado da economia é especialmente relevante para as famílias e para as empresas no momento de efetuarem as suas decisões de consumo e de investimento.

A primeira análise sistematizada destes padrões remonta a 1819, efetuada por J. Sismondi, e contrapondo-se à teoria clássica do equilíbrio económico predominante na época, a qual atribuía as oscilações a fatores exógenos, tais como as guerras. Este economista identificou como causas para os ciclos a sobreprodução e o subconsumo, por sua vez influenciados pelas desigualdades na distribuição da riqueza. A periodicidade das crises nas economias capitalistas, e a severidade das mesmas, formou a base do pensamento de K. Marx, o qual antecipou que estas acabariam por despoletar uma revolução do proletariado.

Na segunda metade do século XIX, C. Juglar, no que foi considerado por alguns economistas como

um trabalho seminal na identificação das características cíclicas das flutuações económicas, pela combinação da análise teórica, estatística e histórica, defendeu que estas não são eventos isolados, mas partes integrantes dos ciclos. Mais recentemente, no século XX, o economista austríaco J. Schumpeter, considerou que os ciclos económicos podem ser divididos em fases.

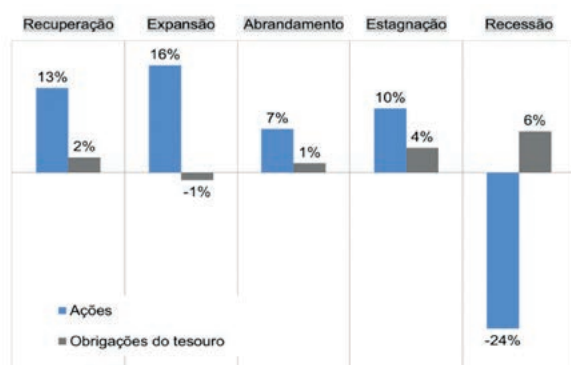
A correta identificação destas fases é fulcral para a gestão de carteiras de investimento, pois os ativos financeiros apresentam rendibilidades substancialmente diferentes dependendo do contexto económico. No entanto, a definição das características de cada fase, ou mesmo o seu número, varia de autor para autor. Neste âmbito, o ciclo poderá ser dividido em cinco fases, em função do nível de utilização dos recursos e das dinâmicas do crescimento económico e da inflação.

- **Expansão:** verifica-se uma aceleração do crescimento do produto e a economia encontra-se numa situação de pleno emprego, pelo que a inflação tende a subir. Os bancos centrais iniciam o processo de incremento das taxas diretoras, de forma a conduzir a economia para uma trajetória mais sustentável.
- **Abrandamento:** assiste-se a uma desaceleração da atividade. No entanto, pela manutenção de uma situação de pleno emprego a inflação continua a subir. Os bancos centrais diminuem o ímpeto das subidas das taxas diretoras.
- **Estagnação:** apesar de a economia não se encontrar em pleno emprego, regista-se uma moderação do crescimento, o que normalmente é acompanhado de uma redução da inflação.
- **Recessão:** a atividade apresenta um crescimen-

to negativo. Assiste-se a uma diminuição da inflação e a um aumento significativo do desemprego. Os bancos centrais introduzem medidas de estímulo económico.

- **Recuperação:** Ocorre uma aceleração do crescimento num contexto em que a economia opera abaixo do pleno emprego, pelo que se continua a registar uma redução da inflação. Os bancos centrais mantêm as políticas monetárias expansionistas.

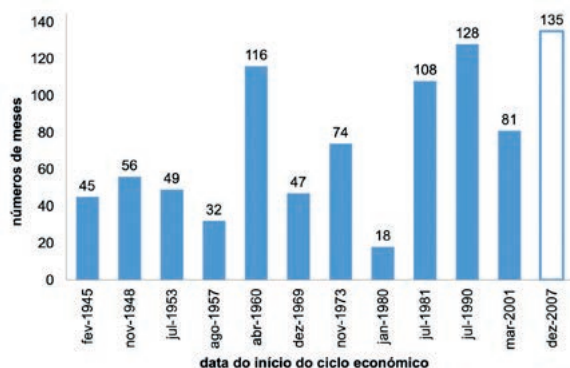
Excesso de rentabilidade média anual de ativos americanos, em função da fase do ciclo económico, desde 1974



Fonte: Caixaigest, MSCI, Barclays, NBER, BEA, CBO, BLS
Nota: Excesso de rentabilidade = rend. total vs. a obrigações do tesouro a 3 meses

No que respeita à duração dos ciclos, esta depende da abordagem utilizada, existindo várias metodologias para a sua datação, sendo para este efeito especialmente relevante a identificação do início de uma recessão, pois marca o ponto de inversão das fases de prosperidade. É comumente aceite que se verifica uma recessão sempre que ocorre uma variação negativa do PIB real por 2 ou mais trimestres sucessivos. No entanto, existem instituições que consideram formulações mais abrangentes para a determinação de uma recessão. Um destes casos é o *National Bureau of Economic Research* (NBER), que incorpora outras variáveis para além do PIB real. Este instituto é responsável pela datação das recessões nos EUA, tendo identificado 11 ciclos desde a 2.ª Guerra Mundial, com uma duração média de aproximadamente 6 anos. Desta forma, o atual ciclo, que se iniciou na fase de inversão resultante da Grande Crise Financeira, conta já com 135 meses, sendo o mais longo dos últimos 74 anos.

Duração dos ciclos económicos nos EUA desde 1945



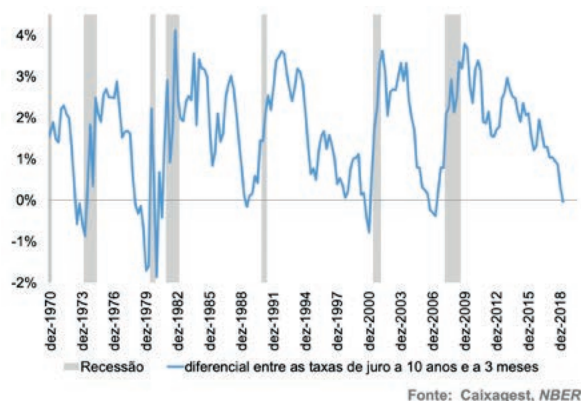
Fonte: Caixaigest, NBER

O desenvolvimento de ferramentas que auxiliem o gestor de ativos financeiros a antecipar a evolução do ciclo económico revestem-se de especial relevância. Contudo, atendendo à natureza de qualquer exercício previsional, é necessário abordá-lo com uma elevada dose de humildade. Não obstante, as relações históricas poderem servir de cartilha para compreender o futuro, estas demonstraram que não são estáticas.

Um dos indicadores mais mediatizados para prever a inversão do ciclo económico americano é a inclinação da curva de rendimentos, nomeadamente o diferencial entre as taxas de juro das obrigações do tesouro a 10 anos e a 3 meses. De acordo com os estudos de A. Estrella, uma inclinação negativa é um bom antecipador da inversão do ciclo económico, tendo precedido entre 6 e 17 meses o início de todas as recessões desde 1970.

De acordo com D. Wheelock, da Reserva Federal de St. Louis, a inclinação da curva de rendimentos afeta o ciclo económico através do seu impacto na rentabilidade do setor bancário. Em média, os ativos deste setor, ou seja os seus empréstimos às famílias e às empresas, apresentam maturidades superiores às dos seus passivos (depósitos e financiamentos interbancários). Desta forma, os bancos beneficiam quando o diferencial de taxas de juro de longo prazo face às de curto é elevado. Assim, uma diminuição deste spread influencia negativamente os resultados dos bancos, o que promove a sua menor propensão para concederem crédito.

Diferencial das taxas de juro das obrigações do tesouro dos EUA e recessões



Para além da curva de rendimentos, outros indicadores demonstram ser relativamente robustos para aferir a fase do ciclo económico americano, ou mesmo o risco de se verificar uma recessão. De entre estes salientando-se a taxa de desemprego e a confiança dos consumidores. Pela análise destas métricas, é possível aferir em cada momento o potencial disponível de aceleração económica.

Atualmente, os EUA registam uma taxa de desemprego historicamente reduzida e níveis de confiança dos consumidores elevados. Adicionalmente, a estrutura da curva de rendimentos permite antecipar uma menor predisposição do setor bancário em conceder financiamento à economia. Desta forma, apesar dos riscos de uma recessão iminente serem relativamente baixos, é possível afirmar que os EUA estão já numa fase avançada do ciclo económico.

No entanto, apesar do atual ciclo já ser longo, não existem evidências estatísticas que as expansões económicas se tornem mais frágeis com a idade, contrariamente à natureza dos seres vivos.

Caixa Gestão de Ativos

04.

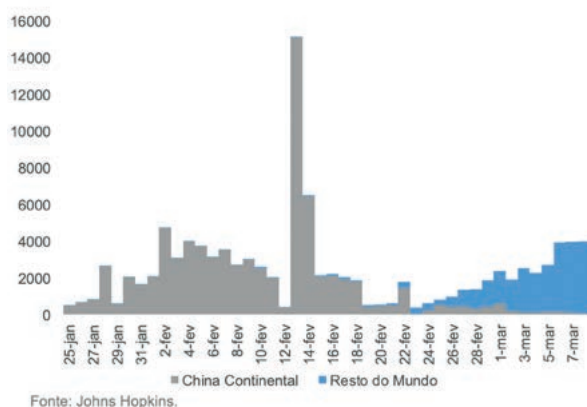
MAR/2020

COVID-19: Impactos económicos e nos mercados financeiros

Ao longo das últimas semanas, apesar de se ter verificado uma redução substancial do número de novos casos de COVID-19 (coronavírus) na China, o que é sugestivo deste surto poder estar já contido nesta região, registou-se uma aceleração dos mesmos no resto do mundo. Neste âmbito, aumentaram os receios que as medidas de contenção já implementadas naquele país se tenham de estender a outras geografias, incrementando os potenciais custos económicos desta epidemia.

Segundo os dados compilados pela Johns Hopkins, no dia 8 de março, a nível global foram diagnosticados 3.999 novos casos de COVID-19, com a quase totalidade a serem reportados fora da China. Nesta data, o número global de casos confirmados situava-se em 109.710 pessoas, dos quais c. de 74% na China, quase 7% tanto na Coreia do Sul como em Itália (o terceiro país a nível global mais afetado). O número de vítimas mortais cifrava-se em 3.799 pessoas, ou seja c. de 3,5% do total dos casos diagnosticados.

Variação diária do número de casos de COVID-19 (2020)



Impacto na atividade económica

O impacto no crescimento económico global é ainda difícil de aferir dada a incerteza acerca da magnitude e da persistência da epidemia e, por sua vez, das medidas de contenção implementadas a nível mundial, bem como das disrupções causadas. No entanto, as projeções económicas já estão a ser reavaliadas de modo a incorporarem este choque na atividade.

Neste contexto, a OCDE, no relatório económico intercalar, divulgado no início de março, apresentou dois cenários nos quais pretende aferir as consequências no crescimento global e para os diversos países. Assim, no cenário base - que tem como pressuposto que o pico desta epidemia será atingido durante o 1º T na China e que a disseminação a outros países é moderada e contida - o PIB global de 2020 foi reduzido em 0,5p.p. para um crescimento de apenas 2,4%. Já o PIB da China foi ajustado consideravelmente em baixa de 5,7% para 4,9%. Em adição, o impacto na confiança, nos mercados financeiros, no turismo e nas cadeias de produção acarretou revisões em baixa para o crescimento de todos os países do G20. Os países mais impactados serão os mais interligados com a economia chinesa, designadamente o Japão (PIB de 2020 revisado em baixa de 0,6% para 0,2%), a Coreia do Sul (a passar de 2,3% para 2,0%), as outras economias asiáticas mais pequenas e os países exportadores de matérias primas. Por sua vez, o PIB da AE foi revisado de 1,1% para 0,8%, com o crescimento italiano reduzido de 0,4% para 0%. No que respeita ao PIB dos EUA, este foi ajustado ligeiramente em baixa de 2,0% para 1,9%, dada a menor integração com a China.

A explicação para estes efeitos à escala mundial assenta na preponderância que a China obteve durante as últimas décadas. Em 2019, este país representava aproximadamente 16% do PIB global, mais de 20% da indústria mundial, perto de 12% do comércio internacional e mais de 8% do turismo. Adicionalmente, assume um papel de destaque na procura de matérias-primas, superior a 50% no alumínio e no cobre em 2018. Por fim, a elevada integração da China nas cadeias de valor globais, em especial na produção de bens intermédios, poderá resultar em disrupções imediatas na atividade de outros países.

Já no segundo cenário, a propagação do vírus alastrar-se-á à região da Ásia Pacífico, à Europa e à América do Norte, que representam cerca de 70% do PIB global. Neste caso, as consequências serão mais gravosas, com uma redução do crescimento do PIB global para 1,5%, com a AE e o Japão provavelmente a experienciar uma recessão.

Perante este enquadramento, a cooperação internacional principalmente ao nível fiscal, mas também em termos de política monetária (dado que é primeiramente um choque na oferta, embora com repercussões na procura), torna-se premente. Neste sentido, os membros do G7 reuniram-se a 3 de março e declararam estar preparados para acionar todas as medidas de política para minimizar os impactos económicos e sociais do surto. No mesmo dia, a Fed, numa reunião não agendada decretou o corte de 50p.b. das taxas de referência. Adicionalmente, o seu presidente, J.Powell, declarou que o comité continuará a agir de forma adequada e vigiando o fluxo de eventos relacionados com a epidemia. Também o BCE comunicou que irá agir de forma apropriada e com medidas direcionadas.

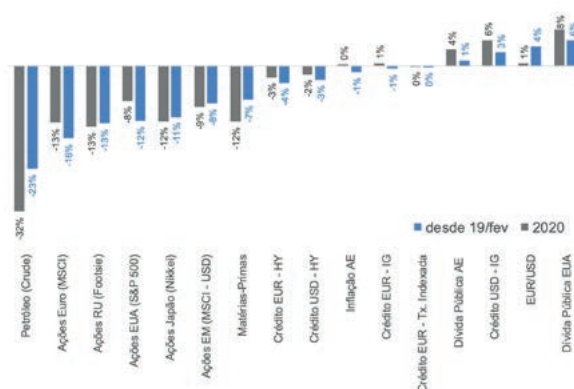
Importa referir que o número de novos casos na China tem vindo a estabilizar o que tem originado o regresso gradual das empresas à normalidade. A título de exemplo, a Apple já está reabrir as fábricas no país e a aumentar a sua produção. Pelo contrário, no resto do mundo o acentuado aumento de novos casos tem acarretado o incremento de medidas de contenção, nomeadamente o cancelamento de diversos eventos, o encerramento de escolas e a colocação de algumas cidades em quarentena (como é o caso da localidade onde foram identificados os primeiros doentes em Itália, o país mais afetado na Europa).

Impacto nos mercados financeiros

O aumento de novos casos fora da China gerou receios que as medidas de contenção já implementadas neste país se estendam a outros, acrescendo os potenciais custos económicos desta epidemia.

Os mercados financeiros reagiram de forma significativa ao longo das últimas sessões, com quedas expressivas da classe acionista e com performances positivas das obrigações dos EUA, num padrão normal de aversão ao risco. Assim, assistiu-se a uma correção dos ativos de maior risco, com os principais mercados de ações a caírem mais de 10%, desde 19 de fevereiro. A título de exemplo, o índice americano S&P 500 depreciou cerca de 12%, revertendo os ganhos registados desde setembro de 2019.

Rendibilidades de mercados em 2020

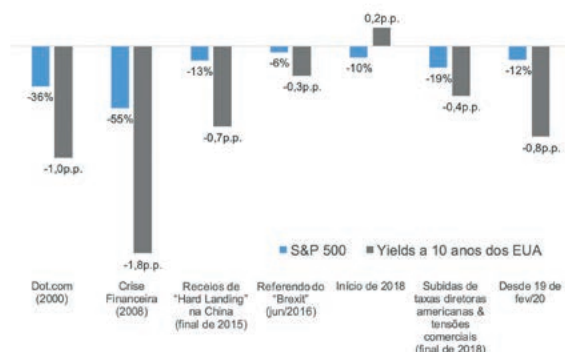


Fonte: Caixa Gestão de Ativos; Barclays; Bloomberg-Commodity.
Nota: Rendibilidades totais efetivas até 6 de março.

Em comparação com outras correções do mercado acionista americano, desde a Grande Crise Financeira de 2009, esta desvalorização é uma das mais elevadas. Ao longo dos últimos 20 anos, movimentos de queda superiores ao atual ocorreram apenas aquando das recessões económicas de 2001 e de 2008.

No que se refere às obrigações do tesouro dos EUA, no mesmo período verificou-se uma queda da yield dos 10 anos de 0,80p.p., para o nível mínimo histórico. Tal como no mercado acionista, descidas superiores a esta ocorreram aquando dos períodos recessivos de 2001 e de 2008.

Variações em eventos selecionados de aversão ao risco



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; S&P.

Nota: As rendibilidades do S&P 500 são totais e efetivas; As variações apresentadas são de períodos compreendidos entre os níveis máximo e mínimo do S&P 500, aquando de eventos de aversão ao risco selecionados; As variações desde 19 de fevereiro de 2020 são até dia 6 de março.

Decorrente dos movimentos verificados nos mercados financeiros, consideramos que estes já incorporam um impacto económico significativo do COVID-19. Assim, atendendo à perspetiva que o surto será contido nos próximos meses e que os seus efeitos poderão ser em parte revertidos, consideramos que, aos níveis atuais, a possibilidade de intensificação dos movimentos de aversão ao risco verificados nos últimos dias poderá ser menor. Aliás, para uma queda superior dos mercados acionistas ou das taxas de juro, ter-se-á que esperar a ocorrência no curto prazo de uma recessão económica a nível global, algo que neste momento não constitui o nosso cenário central.

Por fim, importa salientar, que neste tipo de eventos o valor de uma carteira de investimento multiaativos torna-se especialmente relevante. As perdas nos mercados acionistas são normalmente contemporâneas de ganhos nos ativos de rendimento fixo, com destaque para as obrigações de dívida pública. Desta forma, o efeito da diversificação entre classes poderá permitir a redução do risco decorrente de eventos como o atual, melhorando o binómio de rendibilidade / risco face a carteiras concentradas numa única classe (mono-ativo).

Caixa Gestão de Ativos

05.

MAI/2020

"Tempestade perfeita" no petróleo

O preço do contrato de futuro do petróleo nos EUA (WTI - *West Texas Intermediate*) transacionou, pela primeira vez na história, a valores negativos. Embora esta situação específica seja transitória, associada ao receio de falta de capacidade de armazenamento, espelha profundas disrupções ao nível da oferta e da procura, com implicações diversas, que poderão resultar numa maior volatilidade a longo prazo dos preços. Não obstante, atendendo ao peso reduzido do setor petrolífero nas principais classes de ativos e às diversas medidas de estímulo que estão atualmente a ser implementadas, o contágio a outros mercados foi relativamente limitado.

Contratos de futuros sobre matérias-primas

Um contrato sobre o preço futuro de uma matéria-prima consiste num acordo para comprar ou vender o referido bem a um preço pré-determinado. Tipicamente, expira numa frequência mensal, sendo que a maioria estabelece que a liquidação ("settlement") deve ser efetuada através da entrega física do bem, como é o caso dos contratos sobre o petróleo para entrega nos EUA. Noutros casos, como os futuros sobre o preço do petróleo no Mar do Norte ("Brent"), a referência para a Europa, existe a opção de a liquidação ser financeira.

Neste mercado existem vários tipos de intervenientes com objetivos específicos. Como exemplo, os produtores e comerciantes recorrem a estes contratos para mitigar possíveis variações futuras dos preços e, desta forma, aumentar a previsibilidade da sua atividade. No entanto, a grande maioria dos participantes são investidores financeiros, cujo objetivo primordial é o de maximizar a rentabilidade da sua carteira com o menor nível de risco possível. Desta forma, grande parte das posições nes-

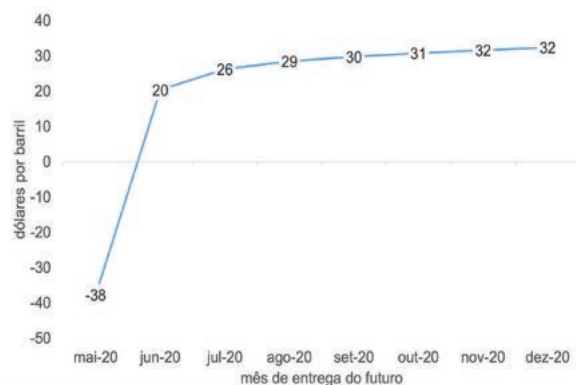
tes derivados são fechadas antes da data do vencimento e, consequentemente, da data da entrega física do bem.

O primeiro mercado de transações de contratos sobre preços futuros de matérias-primas foi a *Dōjima Rice Exchange* (DJE), no Japão, por volta de 1730. A DJE permitia aos samurais obterem alguma estabilidade nos seus rendimentos, dado que os mesmos eram pagos em arroz e precisavam de um valor estável para a sua conversão. Em 1864, surge a *Chicago Board of Trade* (CBOT), nos EUA, a primeira bolsa com derivados estandardizados para *commodities* que, no seu início, transacionava contratos sobre milho, trigo e algum gado.

"A tempestade perfeita" - aumento da oferta em momento de colapso da procura

A 20 de abril, o preço do contrato de futuro do WTI para entrega em maio, que tinha o seu vencimento no dia seguinte, transacionou pela primeira vez na história a valores negativos, tendo encerrado a -38 dólares por barril. Conforme mencionado, existe um número significativo de intervenientes no mercado de derivados que, pelas suas características e objetivos, naquela data foram obrigados a vender as suas posições a contrapartes que pudessem efetivamente efetuar a liquidação física e, em consequência, receber a mercadoria física (os barris de petróleo). Normalmente, este é um processo que decorre sem incidentes, contudo, nos últimos meses verificou-se um profundo desajustamento entre a oferta global, a incrementar, e a procura, em contração, por sua vez acentuada pelos efeitos da pandemia do COVID-19. Desta forma, os níveis de armazenamento têm vindo a aumentar, suscitando incertezas quanto à capacidade disponível ainda existente.

Preços do petróleo para entrega dos EUA (WTI) em 20 de abril



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; CME Group

As projeções de alguns analistas em abril apontavam para a falta de capacidade de armazenamento disponível para a quantidade associada ao contrato de maio em *Cushing - Oklahoma*, local onde se efetua a entrega física do derivado WTI. O Departamento de Energia americano estimava que, no início de abril, a capacidade de armazenamento neste local ascendesse a 76 milhões de barris, estando já 72% ocupada, sugerindo que em poucas semanas poder-se-ia atingir o limite e que quem não tivesse já arrendado o espaço necessário, poderia não o conseguir efetuar.

Por esta razão, assistiu-se ao pânico dos investidores com posições longas nos futuros, perante a perspetiva de não existir local para o seu armazenamento, o que exponenciou a queda dos preços. No entanto, os contratos para entrega noutros meses mantiveram-se em valores positivos, com o de junho a encerrar a referida sessão a cerca de 20 dólares por barril. Em consequência, resultou um elevado diferencial positivo entre os preços dos instrumentos com maturidades mais distantes face aos de maturidades mais próximas (em terminologia de mercado apelidado de “contango”). Este diferencial é principalmente influenciado pelos custos de armazenamento, que nesta situação se tornaram extremamente elevados.

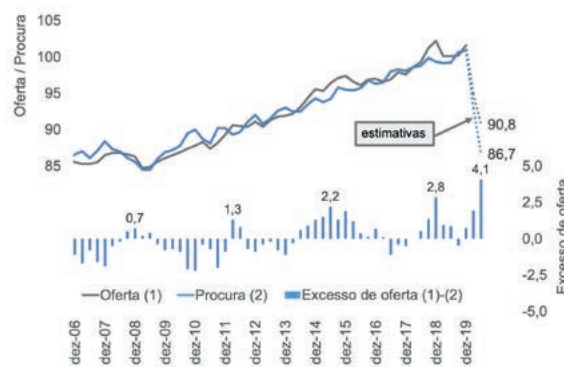
A forte pressão sentida sobre os preços do petróleo não é exclusiva a este evento, mas é uma situação já visível desde o final de fevereiro, em virtude de desequilíbrios profundos entre a oferta e a procura, com a produção em níveis elevados face às correspondentes necessidades.

A Organização dos Países Exportadores de Petrô-

leo (OPEP), ao longo dos últimos anos, evidenciou uma estratégia proactiva de suporte à cotação, tendo reduzido a produção e estabelecido acordos para este efeito com outros países produtores. Contudo, em março, na sequência do colapso do acordo entre a OPEP e a Rússia, a Arábia Saudita anunciou, em retaliação, que iria aumentar a produção e proceder a cortes nos preços. Esta estratégia resultou numa desvalorização acentuada dos preços por barril que, naquele momento, registaram inclusivamente a maior queda diária desde a 1ª Guerra do Golfo, em 1991. O preço do barril de *brent* chegou a cair mais de 30%, durante o dia 9 de março, fechando abaixo de 35 dólares, o valor mínimo desde 2016.

Nesta conjuntura, foi agendada uma reunião extraordinária para o início de abril que contou com a presença de vários países aliados da OPEP, como os EUA, e que culminou num acordo para a redução da produção em 10 milhões de barris por dia. Contudo, em virtude da resistência de alguns dos maiores produtores americanos em procederem a uma redução significativa na produção, os preços continuaram pressionados.

Evolução da procura e oferta de petróleo (Mb/d)



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; AIE - Agência Internacional de Energia; OPEP
 Nota: Mb/d = Milhões de barris por dia

No que concerne à procura mundial, o encerramento das economias como medida de prevenção do surto pandémico contribuiu para a contração acentuada da atividade global e, por conseguinte, da procura de petróleo. Vários organismos internacionais têm alertado para a redução da procura, como a AIE (Agência Internacional de Energia), que considerou que poderá cair 20%. No relatório divulgado em abril, a OPEP estima que a procura de petróleo no 2º trimestre seja de 86,7 milhões de barris diários, o que compara com a oferta no último trimes-

tre de 2019, de aproximadamente 100 milhões de barris diários. Este desequilíbrio, potenciado pelos constrangimentos na capacidade de armazenamento disponível, poderá continuar a contribuir para manter os preços sob elevada pressão.

Implicações da queda do petróleo na economia

À semelhança do colapso do preço do petróleo de 2014-2016, a queda atual não deverá ser suficiente para estimular a atividade económica global, mesmo para os países importadores de petróleo. Ademais, a situação corrente deriva, em larga medida, de uma quebra da procura, à que se une, num primeiro momento, um aumento da oferta. Normalmente, uma descida do preço do petróleo traduz-se numa transferência de rendimento dos países exportadores desta matéria-prima para os importadores, que em média apresentam uma maior propensão para o consumo, possibilitando um aumento da procura global. Assim, uma descida do preço do petróleo tipicamente tem efeitos positivos para a atividade dos países importadores (tais como a China, a Índia ou a Área Euro), dado que aumenta o rendimento disponível dos seus agentes económicos. No entanto, a causa da referida descida desempenha um papel importante para aferir os seus potenciais impactos. Atendendo a que a desvalorização atual é motivada pela queda abrupta da procura, em função do encerramento de muitas economias, não será expectável que o aumento do rendimento disponível, advindo da queda dos preços, se traduza num aumento do consumo.

Neste sentido, o enquadramento de recessão severa a nível mundial (contração de 3% do PIB em 2020 segundo o Fundo Monetário Internacional), conjugado com o aumento da restritividade das condições financeiras, condicionará o referido efeito positivo que normalmente gera nos países importadores de petróleo. Por um lado, a descida do preço do petróleo irá impactar negativamente o investimento no setor energético dos países produtores (nomeadamente nos EUA, na Arábia Saudita, na Rússia, no Canadá entre outros) e, por outro, resultar na deterioração da situação financeira das empresas petrolíferas, o que deverá acarretar uma deterioração das condições económicas em algumas regiões mais expostas a este setor. Finalmente, apesar de se refletir em preços dos combustí-

veis mais baixos, não é expectável que se venha a assistir a um aumento do seu consumo, dado o contexto atual de restrições à movimentação dos cidadãos.

Por seu turno, para os países exportadores, em especial os do bloco emergente, o efeito será negativo e nalguns casos potencialmente problemático. A descida dos preços do petróleo implica uma diminuição das receitas fiscais, forçando a cortes da despesa pública. Os danos serão exacerbados em função do grau de dependência da economia a esta matéria-prima, do défice orçamental, dos níveis de endividamento público e privado (em especial se a denominação for noutra moeda que não a doméstica), entre outros fatores. Por exemplo, a Arábia Saudita apresenta uma elevada exposição à indústria petrolífera, que representa cerca de 40% do PIB, aproximadamente 70% das receitas fiscais e quase 80% das exportações. Este país registou um défice orçamental de 4,5% em 2019, sendo perspectivado pelo FMI que atinja os 12,6% em 2020. Neste âmbito, importa notar que segundo os dados desta organização, o preço do petróleo que permitiria à Arábia Saudita ter um saldo orçamental equilibrado (vulgo em inglês *Fiscal Breakeven Oil Price*) é de 76 dólares por barril. Aliás, nas regiões do Médio Oriente e do Norte de África, o breakeven fiscal do preço do petróleo varia entre 40 dólares por barril, no Qatar, e 389 dólares por barril no Irão (importa referir que o país atravessa uma recessão).

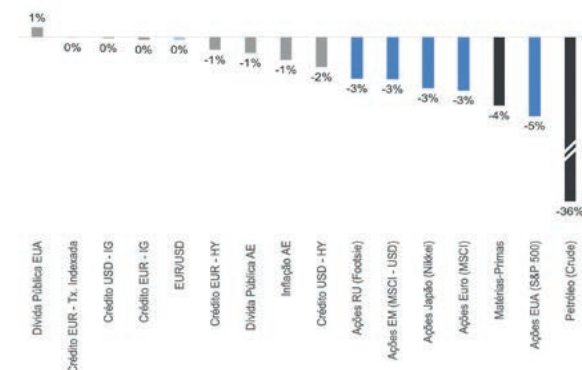
Por sua vez, a Rússia também é prejudicada pela queda do preço do petróleo, contudo, ao longo dos últimos tempos, tem vindo a implementar várias medidas para gerir mais eficazmente as variações dos seus preços. Neste âmbito, salienta-se o fundo soberano para gerir as receitas provenientes do petróleo e do gás natural, a melhoria das contas públicas, tendo obtido um *superavit* orçamental de 1,9% em 2019 (embora se perspetive um défice de 4,8% em 2020) e uma taxa de câmbio flexível. Por fim, para os EUA, que se tornaram exportadores líquidos de petróleo no final de 2018, o referido efeito na atividade também deverá ser negativo. Nos últimos anos, o investimento em infraestruturas relacionadas com a exploração de petróleo e gás tem sido significativo. Em 2019, representou cerca de 4% do investimento empresarial e 0,5% do PIB (segundo o *Bureau of Economic Analysis*).

Impacto nas principais classes de ativos

O impacto imediato do colapso dos preços do petróleo no mercado, entre o dia 17 e 21 de abril, foi em parte minorado pelo efeito das políticas monetárias e fiscais em vigor. A classe acionista registou as maiores perdas no período, com o S&P 500 a apresentar a desvalorização mais significativa, apesar de ser um dos índices que tem a menor exposição a empresas do setor petrolífero ou diretamente relacionadas com este. O suporte das medidas monetárias, com destaque para o programa de compra de dívida privada, foi especialmente importante para o comportamento dos índices de crédito. O seu efeito estabilizador permitiu que, à exceção do segmento de *high yield* em dólares, os restantes obtivessem perdas inferiores a 1%. Já os mercados de dívida pública foram beneficiados pelo retorno dos receios de deflação, o que se traduziu numa descida das *yields*, em especial das obrigações do tesouro dos EUA.

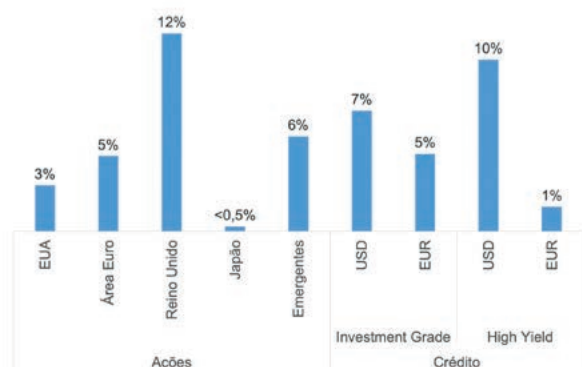
Em suma, enquanto perdurar o elevado desequilíbrio entre a oferta e a procura e os constrangimentos associados à capacidade de armazenamento disponível, os preços do petróleo poderão manter-se pressionados, em especial os dos contratos com vencimento mais próximo. Neste sentido, na ausência de uma recuperação da procura, no curto prazo as medidas com vista à redução da produção serão fundamentais para evitar uma nova ocorrência de valores negativos no vencimento dos futuros. No entanto, perante a possibilidade de moderação nos próximos meses das medidas implementadas para conter a progressão do COVID-19, poder-se-á assistir a um aumento gradual da procura de petróleo a nível global. Em simultâneo, a manutenção por um período alargado de preços baixos poderá condicionar os planos de investimento na indústria extrativa o que, por seu turno, deverá limitar a oferta futura e gerar preços mais elevados que os atualmente descontados no mercado.

Desempenhos entre 17 e 21 de abril



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; Barclays; Bloomberg-Commodity
 Nota: Rendibilidades totais efetivas

Exposição a empresas relacionados com o petróleo e com o gás natural



Fonte: Caixa Gestão de Ativos; S&P; MSCI; FTSE; Nikkei; Barclays

Caixa Gestão de Ativos



POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADOS FINANCEIROS

06.

FEV/2022

Níveis de inflação suscitam expectativas de viragem da política monetária

Apesar do comportamento recente das taxas de inflação, não se efetivou, para já, qualquer alteração da política monetária, nem da Reserva Federal dos EUA (Fed), nem do Banco Central Europeu (BCE). No entanto, o comportamento ascendente da taxa de inflação nas principais economias ganhou particular atenção por parte dos mercados e analistas, face às expectativas que suscita, no respeitante à viragem da política monetária.

Nos Estados Unidos (EUA), a taxa de inflação homóloga atingiu 7,0% em dezembro de 2021, refletindo uma tendência de subida iniciada há cerca de um ano. Na Área do Euro (AE) o comportamento tem sido semelhante, embora numa escala um pouco inferior. No último mês de 2021, a taxa de inflação homóloga da AE cifrou-se em 5,0%. Quando se atenta nas taxas de inflação médias anuais, constata-se que o valor de 4,7% observado nos EUA em 2021 é o registo mais elevado desde 1990, isto é, trata-se de um recorde dos últimos 30 anos. No caso da AE, e desde que existe moeda única, o valor da taxa de inflação média de 2021 (2,6%) apenas foi suplantado em 2008 (3,3%), sendo da mesma ordem de grandeza das taxas registadas em 2011 e 2012 (ver figuras na página seguinte, com dados que cobrem o período 1999-2021).

Apesar do comportamento recente das taxas de inflação, não se efetivou, para já, qualquer alteração da política monetária, nem da Reserva Federal dos EUA (Fed), nem do Banco Central Europeu (BCE). Pode-se questionar se, face às elevadas taxas de inflação recentemente registadas, não seria de esperar que os dois bancos centrais tivessem já subido as respetivas taxas de juro diretoras. “Não, necessariamente” é a resposta. De facto, os bancos centrais não devem reagir mecanicamente à taxa de inflação observada, devendo antes ter uma

atitude prospetiva, isto é, avaliar o que poderá ser a taxa de inflação no futuro (exercício realizado no pressuposto de não alteração de políticas) e, só em função dessa avaliação, decidirem. Se a avaliação é que existem forças nos mercados que, por si só, puxarão a inflação para os valores pretendidos pelas autoridades, seria contraproducente porem em prática políticas restritivas, cujos efeitos económicos não serão imediatos, só se fazendo sentir num prazo de 12 a 18 meses. É que, nessas condições, conjugando a adoção de políticas restritivas com as forças dos mercados, a prazo, a taxa de inflação estabelecer-se-ia a níveis indesejavelmente baixos.

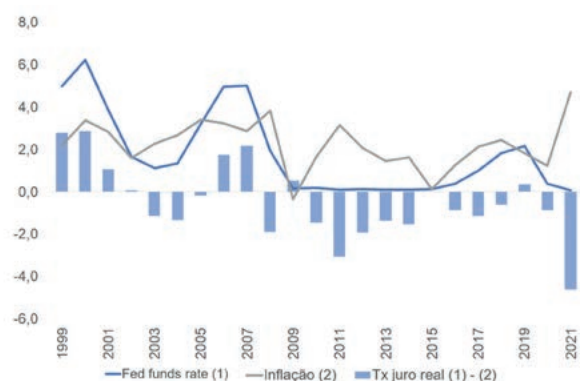
No caso concreto da AE, está legalmente estabelecido que a política monetária tem como objetivo primordial garantir a estabilidade dos preços. Este objetivo foi operacionalizado pelo BCE, ao definir o que entende por “estabilidade de preços”. Durante bastantes anos (e até há poucos meses), o BCE considerou que aquele objetivo era cumprido se a taxa de inflação estivesse “próxima, mas abaixo, de 2%”. Recentemente, redefiniu a sua interpretação, considerando que o objetivo é alcançado se a taxa de inflação se cifrar “à volta de 2%”. Esta diferença de *wording* não é neutra. Caso, conforme referido pelo BCE nos últimos meses, a taxa de inflação que se vem observando seja um fenómeno temporário e dissipável num futuro breve, a ultrapassagem do valor de referência de 2% é perfeitamente consistente com a definição de estabilidade de preços recentemente adotada.

Para se tentar perceber o que poderá ser a atuação dos bancos centrais a breve prazo, a questão essencial está, pois, na avaliação sobre o comportamento da taxa de inflação no futuro próximo, no pressuposto de não alteração de políticas. Para este efeito, são vários os aspetos a ponderar conjuntamente.

Existe consenso que o comportamento recente dos preços dos bens e serviços tem sido fundamentalmente influenciado pelo lado da oferta, nomeadamente perturbações nas cadeias de distribuição e produção e aumento de preços de energia e outras matérias-primas. É provável que, com o fim da pandemia, aparentemente em curso, possam surgir algumas pressões também do lado da procura, nomeadamente pela capacidade acrescida de realizar despesa por parte muitas famílias que, involuntariamente, realizaram poupança durante o período das restrições sanitárias. Contudo, o risco inflacionário mais relevante estará do lado da oferta, por via das subidas salariais. A título de exemplo, tome-se o caso dos EUA, onde, em 2021, conforme já referido, houve um agravamento médio do custo de vida de 4,7% (variação do nível médio de preços, medido pelo Índice de Preços no Consumidor - IPC). O mais natural é que um agravamento tão acentuado do custo de vida dê origem a ajustamentos salariais, particularmente num contexto em que o mercado de trabalho normalizou depois do choque pandémico, e em que a taxa de desemprego caiu já para 4,0%. O risco é que este movimento alimente a taxa de inflação em patamares mais elevados, caindo-se num círculo vicioso em que a inflação no mercado de bens e serviços se transmite ao mercado de trabalho e a inflação no mercado de trabalho se transmite ao mercado de bens e serviços.

Para conter a eventual espiral inflacionista, a Fed, através do seu Presidente, anunciou já que vai proceder à subida das taxas de juro do USD. Como é normal nestas circunstâncias, será um processo gradual, com várias subidas de 25 pontos base, não tendo sido posta de parte a possibilidade de alguma delas poder ser de 50 pontos base, isto é, com maior agressividade do que o habitual.

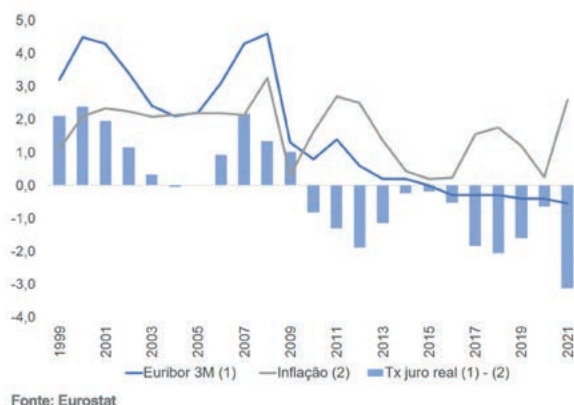
EUA - Evolução da inflação e da Fed funds rate (em %)



Na figura aqui apresentada referente aos EUA, para além da taxa de inflação é também descrito o comportamento da Fed funds rate efetiva (média anual com base em informação diária), bem como da taxa de juro real, dada pela diferença entre a taxa nominal e a taxa de inflação. Com exclusão do período compreendido algures entre 2010 e 2014 (o pós-crise financeira e económica), deduz-se visualmente uma forte correlação entre os comportamentos da Fed funds rate e da taxa de inflação. Relativamente a 2021, constata-se que o forte aumento da taxa de inflação não foi ainda acompanhado por movimento semelhante na taxa de juro, mas esse ajustamento far-se-á sentir, com desfasamento, em 2022. Para reforçar esta convicção, acrescente-se que, combinando a taxa de juro e a taxa de inflação de 2021, chega-se a uma taxa de juro real negativa de 4,6%. Nunca este indicador tinha tido anteriormente um valor tão baixo quanto aquele que foi agora observado. Mais um sinal de que, inevitavelmente, as taxas de juro do USD subirão visivelmente no ano corrente.

Na figura referente à AE, para além da taxa de inflação, é apresentada a média anual da taxa de juro Euribor de 3 meses, a qual reflete, de forma próxima, a política monetária do BCE. Adicionalmente, é apresentada a taxa de juro real, dada pela diferença entre a taxa nominal e a taxa de inflação. Tal como no caso dos EUA, é também em 2021 que a taxa de juro real do euro assume o valor historicamente mais baixo, cifrando-se em -3,1%. Até então, o mínimo cifrava-se em -2,0% (em 2018).

AE - Evolução da inflação e da Euribor 3M (em %)



Atentando na figura referente à AE, constata-se que, até 2008, o BCE manteve as taxas de juro em níveis relativamente altos para impedir que a taxa



de inflação excedesse a referência de 2,0%. Depois disso, apenas em 2011 subiu as taxas de juro para responder à subida da taxa de inflação para além do patamar de 2,0%. Desde então, tem mantido as taxas de juro em níveis extrema e anormalmente baixos, justificando-o com a necessidade de pressionar a inflação em alta, no sentido de a fazer convergir para o valor de referência. Esta explicação não acomoda, contudo, o observado em 2021, já que a taxa de inflação ultrapassou o valor de referência, ao mesmo tempo que as taxas de juro observadas no mercado monetário caíam (por ação do BCE) face ao ano anterior – de tal maneira que, conforme sublinhado no parágrafo anterior, a taxa de juro real assumiu um mínimo histórico.

Pelo exposto, parece mais ou menos óbvio que o BCE terá que apertar a política monetária, quer através da subida das taxas de juro diretas, quer através da contenção na criação de liquidez que tem vindo a realizar através da compra de ativos financeiros. É muito provável que a atuação do BCE seja, contudo, bem mais moderada do que a atuação da Fed. Isso explica-se por, pelo menos, duas ordens de razão. Por um lado, porque a taxa de inflação na AE não subiu tanto quanto a dos EUA. Por outro lado, o BCE depara-se com o dilema de haver vários Estados-membros da AE com elevadas dívidas públicas, pelo que terá todo o tipo de cuidados no sentido de não desestabilizar muito os mercados de dívida soberana. Uma coisa parece ser certa: o BCE vai tendo cada vez menos margem de manobra para ajudar os Estados-membros do euro e, em simultâneo, garantir o cumprimento do seu compromisso estatutário com a estabilidade dos preços.

Por João Loureiro

Professor Associado,
Faculdade de Economia do Porto

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor e
não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*

07.

JUL/2023

Política Monetária e Taxas de Juro: Desta vez não foi diferente...

O papel do banco central tende a ser extremamente relevante como garante para os cidadãos da preservação da confiança na moeda como reserva de valor. Qualquer processo inflacionista não antecipado traduz-se numa perda de valor para os detentores de ativos financeiros (salários e poupança financeira) e o inverso é igualmente válido na eventualidade de uma dinâmica deflacionista, nomeadamente face aos detentores de ativos reais.

Economic growth has become the secular religion of advancing industrial societies.

Daniel Bell, *The Cultural Contradictions of Capitalism*, 1996

Tradicionalmente, o papel da moeda numa economia de mercado tem três funções distintas. É um meio de troca, ou seja, uma forma de pagamento com um valor em que todos confiam. É igualmente uma unidade de conta, que permite atribuir um preço a bens ou serviços e constitui ainda uma reserva de valor. Neste contexto, o papel do banco central tende a ser extremamente relevante como garante para os cidadãos da preservação desta mesma função. Assim, qualquer processo inflacionista não antecipado traduz-se numa perda de valor para os detentores de ativos financeiros (salários e poupança financeira) e o inverso é igualmente válido na eventualidade de uma dinâmica deflacionista, nomeadamente face aos detentores de ativos reais. Em contrapartida, cabe aos governos a responsabilidade da condução da política orçamental através da gestão entre a coleta de impostos e despesas realizadas no intuito da promoção do contrato social em vigor na comunidade (equilíbrio entre eficiência, equidade e justiça inter-geracional).

Contudo, nos últimos anos, face ao crescente endividamento público de muitos estados, a política monetária centrou-se essencialmente na promo-

ção da dinâmica económica por via da emissão monetária (processo frequentemente denominado de *quantitative easing*). A compra massiva de títulos de dívida pública por parte dos bancos centrais, ao longo de toda a curva de rendimentos, implicou uma redução significativa das taxas de juro por via da relação inversa entre preço e taxa de desconto. A consequência não intencional desta ação dos principais bancos centrais traduziu-se na validação de muitos projetos e negócios apenas por via do financiamento barato. Em linha com o argumento de Schumpeter, a emissão de crédito por parte de um banco central leva a que a função de avaliação das reais oportunidades por parte do empreendedor tenda a ser adulterada dado que todos os estados da produção estão distorcidos. Em outubro de 2016, o Fundo Monetário Internacional quantificava que 60% do retorno gerado no mercado acionista norte-americano desde 2013 decorria do impacto da descida das taxas de juro pela Reserva Federal. Na Europa, no período entre 2012 e 2020, a política monetária justificou 87% da variância total da curva de rendimentos para as maturidades até 10 anos (o que compara com um valor de 50% no período equivalente até ao início da Crise Financeira de 2007/09). Em final de 2020 cerca de 18,4 biliões de dólares de ativos transacionavam, a nível global, com uma taxa de rentabilidade negativa para os investidores. O prolongamento temporal do período de repressão financeira conduziu à procura sistemática de instrumentos com um acréscimo do nível de risco, com a progressiva realocação de carteiras de investimento em favor de classes de ativos como imobiliário, private equity e cryptos. Os receios da estagnação por via dos efeitos decorrentes da pandemia do COVID-19 justificaram novamente o regresso, em larga escala, da estratégia de emissão monetária (o agregado

monetário M2 nos Estados Unidos incrementou 40% entre março de 2020 e de 2022). Contudo, importa lembrar que as autoridades americanas de- têm ainda o “Privilégio Exorbitante”, tal como Barry Eichengreen apelida, face ao estatuto que o dólar possui como principal reserva de valor. A conjugação deste facto com o processo de globalização possibilitou que tantos anos de emissão de moeda não se traduzissem de imediato num regresso a uma dinâmica inflacionista.

Never think that lack of variability is stability. Don't confuse lack of volatility with stability, ever.

Nassim Taleb, *The Black Swan*, 2007

Apesar de frequentemente os decisores, nos diferentes níveis de atuação, nos prometerem estabilidade, a realidade é que a nossa natureza humana incorpora a incerteza como uma característica própria. O elemento comum a muitos dos acontecimentos ocorridos ao longo dos últimos anos foi o seu fator surpresa pois traduziram-se em cenários que até então eram completamente impensáveis. Neste contexto, o ano de 2022 marca uma dramática alteração na dinâmica internacional ao nível político e económico por via do Conflito Ucrânia-Rússia. Este acontecimento obrigou ao repensar das prioridades de investimento e das parcerias estratégicas por parte dos decisores políticos. Adicionalmente, intensificou o processo de “fragmentação” em curso que a própria pandemia já tinha acentuado. Por último, o regresso da inflação e a subida nas taxas de juro obrigou necessariamente ao repensar dos modelos de negócio e à tomada de decisões.

O forte acréscimo de preços associados à energia, por via das restrições impostas à Rússia, traduziu-se num processo inflacionista generalizado que forçou a uma brusca mudança no curso da política monetária, em especial na Europa. Na sequência da forte depreciação do valor de mercado nos títulos de rendimento fixo, as primeiras vítimas ocorreram já em 2023, com os casos do *Silicon Valley Bank* e do *First Republic*. O acentuado desequilíbrio entre a maturidade dos ativos em relação à dos passivos, por via da exposição a títulos emitidos pelo Tesouro Americano ou a crédito hipotecário determinou a resolução bancária destas instituições. Mais recentemente, o *Financial Times* reportava a possibilidade do próprio Bundesbank poder necessitar de um processo de recapitalização por

via das menos-valias decorrentes do processo de normalização da política monetária. Curiosamente, para as empresas, a turbulência inflacionista de 2022 permitiu um acréscimo nas margens operacionais e inclusive uma redução do grau de endividamento em alguns dos países europeus.

Face ao exposto anteriormente, torna-se agora determinante compreender o momento presente e seus desafios, nomeadamente em termos geopolíticos e suas implicações para a dimensão monetária. A crescente tensão nas áreas das relações externas, comercial e militar entre os Estados Unidos e a China apenas foi potenciada pela invasão russa da Ucrânia. Importa notar que o elemento de continuidade entre as duas últimas administrações norte-americanas centra-se precisamente na difícil relação com a China. Assim sendo, às dificuldades ao nível logístico que caracterizaram o período pandémico, acresce agora a progressiva divisão do mundo dos negócios entre os blocos Estados Unidos e China. Para os países europeus, doravante torna-se ainda necessário proceder ao estabelecimento de reservas estratégicas em termos alimentares, energéticos e militares de forma a assegurar a autossuficiência de recursos para cenários adversos em caso limite. A conjugação de todas estas forças sugere uma retração das vantagens desinflationistas inerentes ao processo de globalização, e que caracterizaram a última década e meia. Ainda na Europa, a expectável execução do Plano de Recuperação e Resiliência, de cerca de 2 biliões de euros, incrementará a procura de bens e serviços até 2026. Naturalmente que a permanência do fenómeno inflacionista, no curto prazo, tenderá a gerar uma pressão social para o acréscimo salarial e que dificilmente será contrariada pelo poder político. Em suma, não é expectável uma rápida reversão da recente tendência ascendente do nível de preços o que gera um crescente desconforto nos decisores da política monetária. A credibilidade de um banco central decorre da sua previsibilidade e eficácia no cumprimento do mandato inerente à estabilidade de preços. Por outras palavras, a ausência de transferência de riqueza entre sectores de uma população, por via da política monetária, e consequente neutralidade do papel da moeda.

We are now living in a totally new era.

Henry Kissinger (*Financial Times*, 9 de Maio de 2022)

No intuito de identificar a possível extensão do surto inflacionista, recorreu-se à análise da evolução histórica entre a taxa de inflação homóloga e a remuneração dos empréstimos a 6 meses para o caso da Alemanha (ver gráfico seguinte). A escolha desta economia tende a ser óbvia face à sua relevância na determinação do nível ótimo de taxas para a Zona Euro. Acresce que o referido processo de “fragmentação” em curso sugere que o passado recente possa não ser a melhor indicação para o futuro próximo.

Alemanha - taxa de inflação homóloga e de remuneração dos empréstimos a 6 meses (em %)



Fonte: German Federal Statistical Office; FMI

No caso do primeiro choque do petróleo (início em 1973), a economia alemã demorou cerca de 5 anos para atingir um nível de inflação em torno de 2%, consistente com o objetivo do BCE. A taxa média de inflação no período ... foi de 5,2% e de remuneração de empréstimos a 6 meses de 8,7%. No caso do segundo choque do petróleo (início em 1979), a economia alemã demorou igualmente cerca de 5 anos para atingir um nível de inflação em torno de 2%. Neste caso, a taxa média de inflação no período foi de 4,7% e de remuneração de empréstimos a 6 meses de 10,1%. Por último, e aquando do processo de reunificação Alemã (início em 1990) o qual implicou uma taxa de conversão de 1x1 entre o marco da República Democrática Alemã e marco da República Federal Alemã, a economia demorou novamente 5 anos para retornar a uma taxa de inflação de 2%. A taxa média de inflação no período foi de 3,9% e de remuneração a 6 meses de 8,6%. Por fim, importa realçar que em outubro de 2022 a Alemanha atingiu o nível de inflação mais alto dos últimos 60 anos (10,4%) e que em Junho de 2023 a taxa homóloga se situou ainda em 6,4%.

Em conclusão, e mesmo considerando o impacto positivo das novas tecnologias na otimização dos recursos, os dados sugerem que o combate à inflação tenderá a prolongar-se por um horizonte mais longo em relação à expectativa do mercado. Para os decisores da política monetária fica o dissabor de que desta vez não foi, nem será, diferente...

Por Joaquim Cadete

Professor Auxiliar (Convidado) da Católica
Lisbon School of Business & Economics

As opiniões expressas vinculam apenas o autor e não reflectem necessariamente a posição das entidades a que está associado.

08.

OUT/2023

Mecanismos à disposição dos bancos centrais para a implementação da política monetária

A recente subida da taxa de inflação, que teve início na segunda metade de 2021 e que se agravou no início de 2022, fez com que os principais bancos centrais iniciassem um ciclo de política monetária restritiva, com impactos significativos nos agentes económicos. Sendo as taxas de juro oficiais o mais notado instrumento de política monetária, importa salientar a existência e importância dos outros instrumentos utilizados pelos bancos centrais.

A ação dos bancos centrais e o objetivo da política monetária encontra-se definido nos respetivos mandatos, que visam, duma maneira transversal, a estabilidade de preços, que é considerada a manutenção da inflação a níveis baixos e previsíveis, com um valor de 2% no médio prazo. Este é o objetivo prioritário dos principais bancos centrais a nível mundial, incluindo o Banco Central Europeu (BCE), sendo que a Reserva Federal norte-americana (Fed) tem o chamado *dual mandate*, visando promover eficazmente o emprego máximo e a estabilidade de preços. No entanto, em setembro de 2022, após nova subida das taxas de juro diretores (*Federal Funds Target Rate*) e quando se falava dum possível cenário de *hard landing* para a economia norte-americana, pelo impacto da implementação da política monetária restritiva, o presidente da Fed, Jerome Powell, afirmou: “Se nos quisermos preparar, iluminar realmente o caminho para outro período de um mercado de trabalho muito forte, temos de fazer recuar a inflação”, “Gostaria que houvesse uma forma indolor de o fazer. Não há. O que precisamos de fazer é aumentar as taxas até ao ponto em que estamos a exercer uma pressão significativa sobre a inflação. E é isso que estamos a fazer” – deixando implícita a prioridade da Fed num cenário inflacionista e com possíveis impactos na economia, que, felizmente, se tem mostrado

resiliente apesar do atual nível das taxas de juro diretores de 5,25% a 5,50%.

As vantagens da estabilidade de preços são evidentes e essenciais a um desempenho económico próspero a prazo, estando associado aos processos inflacionistas uma desvalorização dos ativos financeiros, devido à habitual perda do poder de compra e desvalorização das poupanças e de ativos como as obrigações. Num contexto deflacionista é comum uma desvalorização dos ativos reais, pelo adiamento do consumo na expectativa dos preços ficarem mais acessíveis no futuro, apesar de poder haver um ganho do poder de compra no curto prazo.

A estabilidade do sistema financeiro é outro pilar das ações dos bancos centrais, essencial para a transmissão das decisões de política monetária e para o bom desempenho da atividade económica, condições fundamentais para a prossecução do objetivo da estabilidade de preços.

Para a prossecução do seu objetivo principal, os bancos centrais dispõem de vários instrumentos de política monetária. Relativamente às taxas de juro, o BCE tem três taxas de referência, nomeadamente a *Deposit Facilit Rate* (DFR), que corresponde à remuneração associada à facilidade de depósito permanente, onde os bancos podem colocar a sua liquidez *overnight* e que tem forte influência nas taxas de mercado monetário, sendo a mais baixa das taxas diretores. A *Main Refinancing Operations* (MRO) *rate*, que é a taxa de juro que os bancos pagam quando recorrem, por sua iniciativa, às operações regulares de mercado aberto do BCE, que têm o prazo habitual de uma semana e que serve para fornecer a liquidez considerada adequada ao sistema financeiro. Esta taxa de juro é superior

à DFR, tendo-se situado, no passado recente, em 50 pontos base acima da mesma. Por fim, existe a *Marginal Lending Facility* (MLF) rate, que é a remuneração associada à facilidade permanente de cedência de liquidez *overnight* do BCE. Tem uma frequência diária e visa satisfazer necessidades pontuais de liquidez, não tendo limite de utilização. É a taxa de juro oficial com valor mais alto, tendo tido recentemente um valor de 25 pontos base acima da MRO.

Evolução da inflação e da Main Refinancing Operations Rate



A utilização das taxas de juro oficiais é o instrumento preferencial dos bancos centrais no combate à inflação, sendo possível verificar uma forte ligação entre as duas variáveis no gráfico apresentado.

Os bancos centrais muitas vezes complementam a sua política de taxas de juro diretoras com uma *forward guidance*, que consiste em fornecer indicações quanto ao tipo de política monetária que o banco central tenciona implementar no futuro. O BCE começou a fazê-lo em 2013, quando Mário Draghi, então presidente, afirmou: "O Conselho do BCE espera que as taxas de juro diretoras permaneçam nos níveis atuais ou em níveis mais baixos durante um período de tempo prolongado." - a introdução de "... por um período alargado de tempo." marca uma alteração na comunicação do BCE, comunicando de forma clara qual a sua intenção relativa à forma de implementar a política monetária no futuro, reduzindo a incerteza quanto às suas futuras ações, diminuindo a probabilidade destas provocarem instabilidade no mercado e na atividade económica.

Entre os outros instrumentos de política monetária convencionais estão as reservas mínimas,

que visam minimizar a escassez estrutural de liquidez, estabilizando assim as taxas de juro do mercado monetário. As taxas de juro do mercado monetário têm um papel importante na economia, influenciando a remuneração das poupanças e dos empréstimos dos agentes económicos. Esta ferramenta consiste na definição de um montante, determinado através da aplicação de um coeficiente a um subconjunto de rubricas do balanço, resultando num montante que os bancos têm de deter, em média, durante um determinado período, em depósitos junto do banco central, reduzindo a probabilidade da ocorrência de necessidades de liquidez inesperadas. Estes montantes deixaram de ser remunerados desde o passado 20 de setembro, o que tem feito com que os bancos coloquem todo o montante excedentário na facilidade de depósito, remunerada à DFR.

As condições de utilização dos ativos de garantia, que são os ativos que os bancos podem entregar como colateral nas operações de cedência de liquidez do banco central, influenciam igualmente as condições de liquidez do sistema bancário, sendo que a flexibilização da sua utilização facilita o acesso ao financiamento e vice-versa.

Entre 2014 e 2016, quando a inflação esteve persistentemente abaixo do objetivo do BCE, tendo tido um valor médio de 0,3% neste período, e com a DFR já a valores negativos e a MRO a 0%, o BCE iniciou a aplicação de medidas de política monetária não convencionais: lançou as operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas, vulgarmente conhecidas por TLTRO, que garantiram financiamento aos bancos por prazos superiores às facilidades habituais (4 anos para as 2 primeiras séries e 3 anos para a 3.ª série), a taxas favoráveis, desde que os montantes em causa fossem canalizados para a economia sob a concessão de empréstimos. O BCE conduziu ainda o programa de compras de dívida em mercado secundário, o *Asset Purchase Programme* (APP), com o objetivo de aumentar a liquidez do sistema financeiro, diminuir as taxas de juro do mercado e o risco de fragmentação, conseguindo assim melhorar as condições de financiamento dos agentes económicos. Ambas as medidas tinham por objetivo o aumento da inflação, através do estímulo da atividade económica.

A implementação destas medidas traduziu-se num

significativo aumento do balanço do BCE, pela detenção de ativos de política monetária e no aumento do seu passivo, em forma de reservas excedentárias, ou seja, reservas detidas pelos bancos acima das reservas mínimas. Em 2020, como resposta à crise pandémica, o BCE lançou o *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) e novas linhas de financiamento de prazo alargado (PELTRO), que teve novo impacto considerável na expansão do seu balanço.

A recente subida da inflação e a consequente resposta do BCE, com a implementação de medidas restritivas, teve o impacto contrário no seu balanço: em julho de 2022, o crescimento do balanço parou com o fim das compras líquidas do APP, tendo terminado os reinvestimentos dos montantes detidos desde julho. No outono do ano passado, os bancos iniciaram o reembolso das linhas TLTRO existentes. Para o PEPP está atualmente definido o reinvestimento total dos montantes a vencer até ao final de 2024.

Neste contexto, é de esperar que o balanço do BCE continue a reduzir-se, de forma gradual, com o prosseguir dos reembolsos das linhas TLTRO existentes e com o vencimento dos títulos detidos no APP, contribuindo assim para reduzir o excesso de liquidez.

As futuras decisões relativas à detenção dos ativos comprados ao abrigo destes programas terão um papel importante na economia, afetando as condições de liquidez do sistema financeiro, das taxas de juro do mercado e, consequentemente, as condições de financiamento dos agentes económicos.

Outro aspeto a considerar é a influência que as reservas excedentárias e o excesso de liquidez têm nas taxas de juro do mercado monetário. Antes de 2008, a taxa de juro interbancária *overnight unsecured* situava-se no meio do corredor das taxas de juro oficiais, ou seja, em valores próximos da MRO. Neste cenário, o excesso de liquidez era residual, dado que os principais bancos centrais do mundo, incluindo o BCE satisfaziam a procura e oferta de liquidez, em termos agregados. Depois de 2008, houve períodos de excesso de liquidez, devido a operações de política monetária, que deslocou a taxa de juro *overnight* para perto da DFR, que é o floor do corredor das taxas de juro oficiais. Com o início do APP, em 2014, e o rápido crescimento do excesso de liquidez, a taxa de juro *overnight* pas-

sou a funcionar num sistema *floor*. Desde 2020, na sequência das medidas de resposta à crise pandémica, que provocou novo aumento do excesso de liquidez, a taxa de juro *overnight unsecured* de referência da Zona Euro, a €STR, que já apresentava valores inferiores à DFR, tem vindo a aumentar essa diferença. Como nota, refere-se que no final do ano passado, cerca de 90% do total das transações *unsecured* no mercado monetário não foram realizadas por bancos, dado que estes têm acesso à facilidade de depósito do BCE, sendo este um cenário bastante relevante e que deve ser levado em conta nas opções dos bancos centrais de forma a influenciar as taxas de juro de referência do mercado monetário no futuro, nomeadamente no que refere à gestão da dimensão do seu balanço e ao ambiente de liquidez do sistema financeiro, procurando sobretudo evitar disrupções no normal funcionamento do mercado.

Na análise para uma futura redução das reservas excedentárias e do excesso de liquidez no sistema financeiro, importa também verificar que existe uma distribuição desigual das mesmas: na Zona Euro, 25 bancos detinham mais de 40% do excesso de liquidez, valor que se tem mantido estável nos últimos anos e concentrado nos países com centros financeiros mais relevantes, como a Alemanha e a França. Este facto, conjugado com as preferências de liquidez futuras dos bancos, pode implicar que os bancos centrais possam vir a ter um maior nível de reservas no futuro, de forma a evitar volatilidade e disrupções nas taxas de juro de mercado.

Relativamente às preferências de liquidez dos bancos, estas tiveram uma mudança nos últimos anos, devido às alterações na regulamentação, como a implementação do acordo de Basileia III, que impõe o cumprimento de novos rácios de liquidez (LCR) mais exigentes, bem como devido ao comportamento mais conservador que as instituições financeiras têm adotado na sequência das crises financeiras dos últimos anos, o que resultou numa maior procura por ativos com as melhores condições de liquidez (HQLA).

Além destes fatores, a dimensão do balanço dos bancos centrais é também impactada pelos chamados fatores autónomos, como os depósitos de entidades do setor oficial, notas em circulação, entre outros. Apesar do BCE ter tomado medidas para desincentivar os depósitos das entidades oficiais, as notas em circulação têm tido uma traje-

tória ascendente nos últimos vinte anos. Se estes fatores autónomos evoluírem de acordo com o padrão histórico recente, o BCE estima que o excesso de liquidez atual do sistema apenas seja completamente absorvido em 2029¹. Nesta altura, o seu balanço seria cerca de três vezes superior ao de 2007 e teria, muito provavelmente, de ser ajustado em função do crescimento pela procura de moeda.

Relativamente à dimensão futura da carteira de ativos adquiridos pelo BCE, importa realçar que a implementação destes programas contribui para a escassez de títulos de qualidade disponíveis no mercado obrigacionista, aumentando o “scarcity premium”. Este facto pode ser um fator de risco para o normal funcionamento do mercado, especialmente em alturas de stress e de aumento da aversão ao risco, em que a procura por ativos de qualidade cresce, podendo fazer-se notar mais na Zona Euro, comparativamente com os EUA, dado o menor montante de dívida disponível com notações de rating elevadas, que se traduz em emissões obrigacionistas com menor liquidez. Por outro lado, a implementação dos programas de compras de ativos contribuiu, de forma muito significativa, para a redução do risco de fragmentação na Zona Euro, sendo um fator que importa considerar nas futuras decisões sobre este tema, num cenário de aumento das taxas de juro, que habitualmente faz aumentar os prémios de risco.

Refira-se que, em julho de 2022, o BCE criou o *Transmission Protection Instrument*, na sequência de um aumento dos spreads de risco dos países da Zona Euro, sobretudo dos países periféricos, visando assegurar uma transmissão eficaz da política monetária nos vários países membros. Em suma, a implementação da política monetária não se esgota na alteração das taxas de juro oficiais, existindo outros instrumentos importantes na sua definição, que afetam as condições de liquidez e as taxas de juro do mercado, sendo a dimensão do balanço dos bancos centrais um aspeto essencial na aplicação destas medidas. A dimensão dos seus balanços está dependente de vários fatores, cujos

comportamentos históricos e as recentes preferências de liquidez dos bancos deixam antever que o atual contexto de excesso de liquidez no sistema financeiro possa perdurar por alguns anos na Zona Euro, sendo provável, pelas razões elencadas, que a dimensão futura da carteira de ativos dos bancos centrais possa ser superior aos níveis pré-crise financeira.

Por Rui Gomes

Coordenador da unidade de gestão das carteiras em euros e do ouro do Banco de Portugal

As opiniões expressas vinculam apenas o autor e não reflectem necessariamente a posição das entidades a que está associado.

1 Discurso de Isabel Schnabel, membro da Comissão Executiva do BCE: “Back to normal? Balance sheet size and interest rate control”

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230327_1~fe4adb3e9b.en.html



SUSTENTABILIDADE E ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO

09.

MAI/2019

Investimento Sustentável na Gestão de Ativos: da Exclusão à Integração

O Investimento Sustentável (IS), entendido como a ponderação na tomada de decisões de investimento de considerações ambientais, sociais e de governo societário conhecida como Environmental, Social and Governance - ESG, tem vindo a ser abordado pelas várias sociedades gestoras de ativos em todo o mundo. As últimas estimativas apontam para que, no início de 2018, existissem 30 700 MM de dólares de ativos geridos afetos a abordagens de IS¹, o que denota um crescimento de 34% desta rubrica em apenas dois anos.

Recentemente, as gestoras de ativos Amundi² e BNPP AM³, para destacar alguns exemplos, divulgaram as suas metas de integração de princípios de sustentabilidade na escolha dos seus investimentos e definiram também objetivos quanto à sua atuação enquanto agentes económicos e financeiros em matéria de sustentabilidade.

O volume total de ativos sob gestão da indústria (93 800 MM de dólares⁴) e a dispersão geográfica do mesmo, têm vindo a colocar um foco acrescido nas práticas de IS levadas a cabo pelas sociedades gestoras pois são impulsionadoras, através do seu papel nos mercados financeiros, do IS à escala global.

A evolução das abordagens de Investimento Sustentável

A crescente procura por parte dos Clientes⁵, os estudos académicos sobre os méritos deste tipo de investimento⁶ e o maior envolvimento das entidades reguladoras⁷ têm acelerado um movimento neste setor, que teve o seu início há cerca de três décadas.

Neste período de tempo, a temática do IS tem sofrido evoluções, a mais significativa das quais ocorreu na forma como as práticas de IS têm vindo a ser realizadas pelas sociedades gestoras.

Inicialmente, entendia-se como abordagem de IS a exclusão nas carteiras de investimento de empresas pertencentes a setores sensíveis como tabaco, armamento, álcool ou jogo. Esta estratégia de filtragem negativa ou filtragem por normas (*Negative screening* ou *Norms-based screening*), apresenta como principal vantagem a sua facilidade de implementação consubstanciada na proibição de investimento em determinados ativos. Contudo, limita também o universo de investimento, gerando potenciais consequências ao nível do binómio

1 Global Sustainable Invest. Alliance (2018), "Global Sustainable Investment Review"

2 Amundi (2019), "Amundi's Ambition 2021: A 3-Year Action Plan to Strengthen Responsible Investment"

3 BNP Paribas Asset Management (2019), "Global Sustainability Strategy"

4 Willis T. Watson Thinking Ahead Institute (2018), "The World's Largest 500 Asset Managers"

5 Legg Mason Global Investor Survey (2018), "Rise of the Conviction Investor: Ethics and the search for outperformance driving trends"

6 Deutsche Asset and Wealth Management (2015), "ESG and Corporate Financial Performance: Mapping the Global Landscape"

7 Principles for Responsible Investments (UNPRI), Green Bond Principles (ICMA), Social Bond Principles (ICMA), The Sustainability Bonds Guidelines (ICMA), Green Loan Principles (ICMA), para destacar alguns exemplos

rendibilidade/risco das carteiras envolvidas⁸.

Importa, contudo, salientar que esta é ainda a abordagem mais seguida no âmbito do IS, representando cerca de 44% dos montantes investidos nestas estratégias¹.

A reflexão sobre as lacunas dos princípios de exclusão e os méritos inerentes a uma visão de ciclo virtuoso, em que as empresas com melhores práticas ESG se traduzirão, no longo prazo, em empresas com um desempenho financeiro superior⁹, colocaram em destaque a filosofia de integração (abrangida pelas definições ESG *Integration* e *Best in Class*).

Esta estratégia, definida como a escolha de empresas que, pela incorporação das melhores práticas ESG, se tornam a referência nos setores onde atuam, assenta num pressuposto de que não existem empresas excluídas à partida.

A base da integração é a de avaliar a atuação concreta e a estratégia futura da empresa nos domínios ESG, bem como a forma como ela compara, nestas métricas, com o setor em que atua.

O corolário desta abordagem é que as carteiras dela resultantes serão compostas por empresas com um verdadeiro compromisso e envolvimento com as práticas ESG. Adicionalmente, a integração propicia um maior número de oportunidades de investimento a serem exploradas do que a abordagem de exclusão.

A forma como a integração de princípios IS tem sido realizada depende de gestora para gestora¹⁰ e está muitas vezes relacionada com a sua dimensão. Transversalmente, as sociedades gestoras procedem à integração das variáveis ESG nos seus modelos já existentes de avaliação dos ativos. Mas, no caso das maiores gestoras, foram concebidas áreas especialistas em IS e, muitas vezes, criada a função de *Head of Sustainability Research*.

Esta integração pode ser feita com a produção de *research* ESG interno, no caso das gestoras de

maior dimensão, ou com a contratação de entidades especializadas externas.

Neste domínio, têm assumido particular destaque entidades como a Robeco, a MSCI e a *Sustainalytics*, principais fornecedoras de ferramentas de análise do desempenho de empresas, governos e fundos no âmbito dos critérios ESG. Estes agentes, para além de um trabalho intensivo de recolha de informação, atribuem ainda um rating de sustentabilidade às entidades analisadas que resume, numa notação, a avaliação realizada (absoluta e relativa), permitindo ao gestor aferir o grau de sustentabilidade do investimento que pretende realizar.

Na condução da abordagem de integração, assume particular relevância a noção da materialidade dos critérios analisados no sucesso da estratégia e no modelo de negócio da empresa. De facto, a importância de um critério ESG como o da redução no consumo de energia pesará mais numa empresa do setor de utilities do que numa empresa do setor financeiro. Da mesma forma, um critério como a existência de um adequado sistema de gestão de riscos de crédito pesará mais na segunda do que na primeira¹¹.

Não obstante o seu crescimento recente, a vertente de integração representa ainda apenas 35% dos montantes investidos nestas estratégias¹.

Mais recentemente, tem assumido destaque a abordagem de impacto (abrangida pelas definições de *Impact* e de *Engagement*) em que os investimentos são selecionados com vista à obtenção de rendibilidade aliada à geração de um impacto ambiental e socio-económico positivo.

Inicialmente conotada como uma abordagem de nicho, realizada em projetos de micro-finanças, de *private equity* e de *project finance*, o investimento de impacto tem vindo a ser utilizado por mais sociedades gestoras. Os montantes de ativos sob gestão representados por esta estratégia correspondem a 18% do total¹.

O lançamento em 2015 dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Agenda 2030 das Nações Unidas (SDGs) tem contribuído bastante para o crescimento do investimento de impacto ao fornecer um enquadramento de análise globalmente aceite de desenvolvimento sustentável.

8 Harrison, H. & Kacperczyk M., (2009), "The Price of sin: the effects of social norms on markets", *Journal of Financial Economics* Volume 93 Issue 1

9 Khan & al (2015), "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality"

10 CFA Institute (2019), "ESG Integration in Europe: Markets, Practices, and Data"

11 Robecco (2018), "The Big Book Sustainability Investing"

Em paralelo com as abordagens descritas acima, muitas gestoras de ativos têm aderido voluntariamente, junto de instituições nacionais e internacionais, a princípios ou compromissos complementares à vigência das suas políticas corporativas de sustentabilidade, de entre os quais se destacam os Princípios de Investimento Responsável das Nações Unidas (UN PRI) ou o United Nations Global Compact.

Desafios atuais na Integração de Princípios Sustentáveis

Apesar da evolução verificada nas abordagens de IS, persistem, contudo, muitos desafios em várias dimensões.

Ao nível dos conceitos, verifica-se ainda a ausência de uniformidade na utilização das diversas terminologias em torno do IS.

No que concerne às rendibilidades, não existe também consenso quanto à competitividade dos níveis de desempenho gerados com a adoção de estratégias IS em comparação com outras abordagens de investimento, nomeadamente as tradicionais.

Finalmente, não existe até agora uma forma de validar a efetiva incorporação da filosofia IS nos processos de investimento por parte das sociedades gestoras e, deste modo, evitar a indevida apropriação das virtudes do IS sem a sua real materialização (prática de *green washing*).

Desenvolvimentos Regulatórios

Na sequência dos desafios referidos, as entidades regulatórias têm estado ativas no domínio do IS lançando, ou preparando-se para lançar, clarificações e imperativos de atuação que significativamente alterarão a realidade atual das gestoras de ativos em matéria de IS.

Em termos europeus, no âmbito do programa “Plano de Ação: Financiar um Crescimento Sustentável” divulgado em março de 2018, pela Comissão Europeia, está em estudo um pacote de medidas legislativas em matéria de Finanças Sustentáveis. Em causa estão a definição de uma taxonomia para IS, a definição de standards a aplicar às emissões de green bonds e a estruturação de uma etiqueta

ecológica a aplicar aos produtos financeiros¹²¹³.

Em Portugal, a CMVM também elegeu a promoção da integração de princípios de sustentabilidade no mercado de capitais doméstico como um dos principais objetivos para 2019 tendo, nesse âmbito, lançado um documento de reflexão e de consulta pública sobre Finanças Sustentáveis¹⁴.

Os próximos anos ditarão, assim, o caminho a percorrer pelas sociedades gestoras de ativos na temática do IS, em matéria de processos de investimento, transformação da oferta, investimento em formação e alteração das suas estruturas, com o objetivo último de ir ao encontro das necessidades dos seus Clientes no domínio do IS.

Caixa Gestão de Ativos

12 European Commission (2018), “Technical Expert Group on Sustainable Finance”

13 European Commission (2018), “EU Ecolabel Criteria for Financial Products”

14 CMVM (2019), Documento de Reflexão e Consulta sobre Finanças Sustentáveis



10.

ABR/2024

A forma como a atitude perante o risco afeta as decisões de investimento

O vínculo entre a decisão financeira e a tolerância ao risco é intrincado e moldado por fatores como a idade, experiência e contexto. Esta relação é impactada pelas nossas emoções, que nos afastam da decisão racional. Contudo, as decisões de investimento são tomadas, implementadas e monitorizadas por profissionais à luz do perfil de risco do cliente. Apesar disso poderá existir uma diferença entre a perceção de risco do cliente e o seu próprio perfil, não havendo legislação ou algoritmos que possam eliminar esse *gap*.

Todos os dias é preciso tomar um certo número de decisões. Algumas são mais intuitivas e menos arriscadas. Mas outras, como onde investir as poupanças, podem envolver grande risco ou incerteza, com as suas consequências a irem muito além da mera possibilidade de vestir uma peça de roupa que não encaixa no outfit. Uma má decisão relativamente à poupança para a reforma pode ter um impacto não negligenciável nos últimos vinte a trinta anos de vida. Na verdade, uma das decisões mais comuns que é preciso tomar é a decisão financeira de investimento ou de consumo. De uma forma muito simples, depois de definir o padrão de consumo, sabemos o que sobra para investir e é preciso encontrar a alocação que melhor responde aos nossos objetivos e ao nosso perfil. Usando outras palavras, a solução de investimento mais confortável ou que maximize o nosso conforto.

Maximizar o conforto é uma forma de dizer: escolher os ativos cuja combinação otimiza a nossa carteira de investimento. Como qualquer problema de investimento na vida real, há restrições que se impõe e que devem ser respeitadas. Duas ideias chamam de imediato a nossa atenção: escolha e investimento ótimo. A escolha de algo passa por

tomar uma decisão. Depois de Pascal ter introduzido o conceito de valor esperado no século XVII, o século XVIII assistiu ao nascimento da teoria da utilidade, a qual propõe que se tome a decisão que otimize a utilidade das nossas decisões. Isto passa por conhecer os diferentes *outcomes* possíveis das nossas decisões e escolher a que maximiza a utilidade do *outcome*. Na Teoria económica fala-se em maximizar a utilidade da nossa riqueza. Portanto, o objetivo é selecionar a carteira de investimento com maior rendibilidade de modo a maximizar o nosso património.

A ideia de obter a maior rendibilidade possível é uma espécie de cântico de sereia. Mas tal como o cântico de sereia, procurar maior rendibilidade tem um custo. Esse custo é incorrer em maior risco, logo aumentar a probabilidade de ter perdas. Apesar de bastante intuitiva, é necessário fazer uma pausa para introduzir o conceito de risco e incerteza. Risco, em finanças, é tradicionalmente visto como a obtenção de uma realidade diferente da esperada. Considere-se um investimento A em que a rendibilidade esperada é de 10%, mas pode variar entre 8 e 12% com elevada probabilidade. E considere-se um investimento B em que a rendibilidade esperada pode variar em 6 e 14% com a mesma probabilidade. Neste caso, B é mais volátil do que A, pelo que é mais arriscado. Note-se que temos aqui uma probabilidade associada. Quando não conhecemos esta probabilidade fala-se de incerteza. Apesar de representar pior a realidade, os modelos económicos focam-se, usualmente, em risco.

Exigirmos maior rendibilidade para correr mais risco significa exigirmos um prémio de risco para compensar o diferencial de risco assumido. Este fenómeno mostra que somos agentes avessos ao

risco. Só toleramos mais risco, se formos compensados por isso. De forma talvez inesperada, a teoria económica mainstream, assume que todos nós estamos de acordo sobre o prémio de risco adequado a um determinado investimento. Provavelmente é um pressuposto com pouca aderência à realidade, mas matematicamente muito conveniente. O argumento que o prémio de risco é igual para todos é facilmente desmontável. Ao longo dos últimos 50 anos, um sem número de investigadores, nomeadamente da psicologia matemática, mostraram sem margem para dúvidas, que os pressupostos que suportam este resultado não têm aderência à realidade. Mas mesmo assumindo que não é que a teoria económica mainstream tem razão... há algo que não é igual para todos. Este algo é a tolerância ao risco. Cada investidor tem a sua própria tolerância ao risco, o que significa que cada carteira de investimento no conjunto de oportunidades de investimento tem uma utilidade diferente, pelo que escolhemos a que otimiza a utilidade, dada a nossa tolerância ao risco. Esta diferente tolerância ao risco entre indivíduos é facilmente observável em todos os domínios da nossa vida, desde o recreativo, ético, profissional até ao de investimento, passando pelo jogo. Antes de prosseguir, importa esclarecer que a definição de tolerância ao risco aqui seguida está mais próxima da vontade de correr riscos, mas não esquece a capacidade de correr riscos. De facto, o CFA Institute define tolerância ao risco como a combinação entre a vontade de correr riscos e a capacidade de correr riscos. Não corre riscos quem quer, mas quem pode perder dinheiro sem comprometer a sua própria vida. É uma definição particularmente avisada.

Voltando ao texto... o mais interessante é que a tolerância ao risco varia ao longo do tempo e varia de acordo com o objetivo do investimento. Um investidor com objetivos ligados a necessidades primárias, como comprar uma casa para primeira habitação, um carro, a educação dos filhos ou a reforma são menos tolerantes ao risco do mesmo investidor a investir para dar a volta ao mundo.

Fatores como a idade... o conhecimento financeiro, experiência em investimentos, o contexto profissional, o contexto familiar tanto na vida infantil como na vida familiar, herança genética entre muitos outros fatores ajudam a explicar diferentes tolerâncias ao risco. Alguns são anedóticos, como os homens adolescentes altos serem mais tolerantes

ao risco do que homens adolescentes baixos. Outros são intrigantes. Tradicionalmente as mulheres são consideradas menos tolerantes ao risco do que os homens.

No entanto, um estudo conduzido em Inglaterra¹ mostrou que numa escola só para raparigas, o nível de tolerância médio era similar ao dos homens. Na altura foi sugerido que a diferença esbateu-se porque as mulheres num contexto puramente feminino não se sentem obrigadas à *compliance* com o papel social que é esperado delas.

Apesar de muito apelativa e conveniente em termos matemáticos, pensar risco como um desvio à rendibilidade esperada é uma forma de conceitualizar o risco pouco aderente à realidade. Ficar acima da rendibilidade esperada não é motivo de preocupação, já ficar abaixo e perder dinheiro é motivo de escândalo. Kahneman e Tversky, prémio Nobel da economia em 2002, mostraram que os investidores têm Aversão às Perdas. De tal maneira, que estão dispostos a correr riscos adicionais para evitar perdas adicionais. É um fenómeno conhecido no Texas Poker como "all in" e entre nós como "tudo ou nada".

Neste quadro, não é surpreendente que investidores com maior propensão ao risco invistam em carteiras mais voláteis. Mercados com investidores com maiores níveis de tolerância ao risco tendem a ter maior liquidez, assente em maiores níveis de trading protagonizado por investidores com overconfidence ansiosos por bater o mercado e sem colocarem na equação o impacto dos custos de transação. Igualmente pouco surpreendente é que investidores menos tolerantes ao risco prefiram depósitos a prazo e tenham menores níveis de dívida. Já investidores com "myopic loss aversion" tendem a perder o foco no todo e tomam decisões irracionais com base em movimentos conjunturais, abrindo caminho para o reconhecimento que investidores racionais são como os unicórnios... não existem, isto nas palavras de Markowitz, prémio nobel da Economia em 1991 por ter desenvolvido a Moderna Teoria da Carteira.

António Damásio, no seu livro *À Procura de Espinosa*, explica que os seres humanos têm duas formas complementares de tomar decisões. O caminho A,

¹ Booth, A. L. and P. Nolen (2012). Gender differences in risk behaviour: does nurture matter? *The Economic Journal* 122(558), F56–F78.



totalmente racional, leva a que algumas imagens mentais sejam projetadas na mente, como opções de ação e suas consequências futuras. Com base nestas imagens chega-se a uma decisão através de diferentes estratégias de raciocínio. No entanto, ao mesmo tempo, recordam-se memórias emocionais antigas vividas em situações semelhantes, que é o caminho B.

Esta recordação, consciente ou não, influencia o processo de tomada de decisão condicionando a análise da situação. Se uma decisão tomada numa situação anterior provocou alguns resultados e sentimentos agradáveis, numa situação atual semelhante tenderemos a tomar uma decisão semelhante sem um raciocínio racional abrangente que leve em conta o contexto atual. Se o quadro mudou, a decisão tomada muito provavelmente não será a melhor ou mesmo a mesma a que se chegaria usando a maneira racional. Assim, os indivíduos no processo de tomada de decisão utilizam não apenas o raciocínio analítico, mas também memórias afetivas de experiências passadas.

De facto, as emoções desempenham um papel relevante no processo de tomada de decisão em geral, e decisão de investimento, em particular. A neurociência já mostrou que perante oportunidades de investimento percebidas como injustas provocam forte atividade cerebral em zonas relacionadas com a resposta emocional, bem como atividade conflituante entre a razão e o conhecimento e a emoção. Isto traduz-se numa resposta menos racional perante cenários de grande volatilidade bolsista. A experiência acumulada ao longo de anos de prática profissional conseguem compensar a resposta emocional, conduzindo a decisões mais racionais. A tolerância ao risco é, de forma bastante vinculada, crítica na escolha da carteira de investimentos. No entanto, há uma especificidade que complica bastante esta relação. A falta de experiência e/ou conhecimento financeiro leva muitos investidores individuais a confiar as suas decisões no aconselhamento de consultores financeiros ou mesmo a delegar a gestão das suas poupanças a gestores de carteiras profissionais (gestão discricionária). É claro que tais advisers devem conhecer com precisão o perfil de risco de seus clientes para gerir adequadamente as suas poupanças, garantindo que o risco da carteira maximiza a utilidade do investidor, sob pena de haver uma grande dissonância entre a tolerância ao risco e o perfil da

carteira. Esta necessidade é amplamente reconhecida em diretivas e leis como a DMIF 2, muito embora não haja nem nunca haverá regulamentação que dê total segurança aos investidores. A lei deve ser geral e abstrata, aplicando-se a todos, mas não sendo adequada a ninguém. Por outro lado, os investidores também precisam de conhecer as atitudes de risco dos seus gestores de conta, a fim de se formarem pares com um matching de perfil de risco adequado.

Apesar da inegável importância de compreender a tolerância ao risco dos clientes para prestar aconselhamento financeiro sólido, importa perceber que a atitude em relação ao risco é apenas uma das várias variáveis que devem ser levadas em consideração.

Os efeitos de contexto e microestrutura também podem restringir a decisão de investimento. Em conjunto estes fatores podem justificar uma diferença significativa entre a tolerância ao risco e o risco assumido numa determinada carteira de investimento. Esta diferença pode levantar desafios importantes para os gestores de carteiras, que devem considerar o perfil de risco de um determinado investidor como um limite para a volatilidade da sua carteira. Um segundo tema vem da diferença entre decisões arriscadas e decisões de confiança. Por um lado, a decisão de investimento individual é uma decisão arriscada que depende da tolerância ao risco do investidor.

Por outro lado, quando um indivíduo delega a uma sociedade gestora uma parte de seu património, a decisão subjacente não é uma decisão arriscada, mas uma decisão de confiança, já que agora a sua rentabilidade também depende de decisões de profissionais. Essas sociedades gestoras estão obrigadas a cumprir com os seus deveres perante os clientes, nomeadamente o de adequar o perfil de risco do investidor ao perfil do respetivo produto ou carteira de investimento, com o objetivo de assegurar, tanto quanto possível, a congruência entre o risco assumido, o pretendido e o percecionado. No entanto, a decisão de confiança é entre dois extremos: confiar ou não confiar. Já as decisões arriscadas irão cair algures no meio do contínuo entre investimento sem risco e investimento com risco total, seja lá o que isto seja. Curiosamente, confiar no gestor de conta/financial adviser ajuda os investidores a reduzir o risco percebido de suas



decisões de investimento. Esta distinção entre risco e confiança é, pois, muito relevante e tem implicações importantes na forma como os profissionais devem lidar com os seus clientes.

Por Prof. Doutor Pedro Rino Vieira

Professor de Finanças no ISEG | Coordenador
Executivo do *Master in Law and Management*.

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não reflectem necessariamente a posição das
entidades a que está associado.*

11.

MAR/2025

A Politização do ESG

Um contexto e o porquê de não parecer o fim da estrada

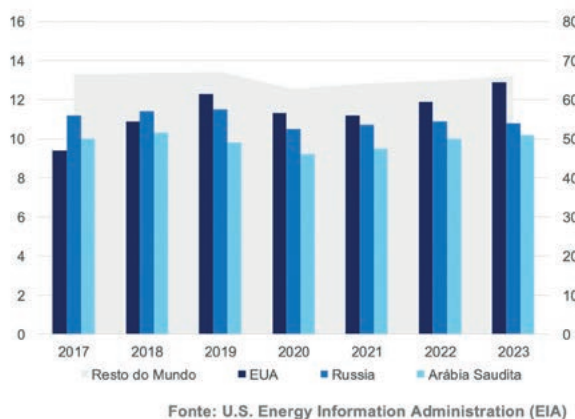
Nos últimos anos, os investimentos sustentáveis cresceram exponencialmente, impulsionados pela inovação tecnológica, pela crescente consciencialização climática e pela pressão dos investidores. Este crescimento parece ter maturado em 2023, atravessando agora, a temática, uma fase de transformação. Se por um lado, assistimos desde 2020 a um forte crescimento das estratégias de investimento que privilegiam a integração de critérios ESG, assim como uma aceleração dos investimentos em energias limpas, por outro, também foram crescendo vozes contrárias, particularmente as provenientes do outro lado do Atlântico, mais defensoras da indústria do petróleo e do gás.

A eleição de Donald Trump, para o seu segundo mandato, trouxe novamente a agenda ESG¹ para o palco principal, e não pelos melhores motivos. Se no primeiro mandato, Trump já havia revertido mais de 100 políticas ambientais, focando-se no domínio energético dos EUA, no seu segundo mandato antevê-se uma estratégia semelhante. Trump vê o domínio energético como um meio de garantir a segurança nacional e exercer influência geopolítica. As políticas energéticas favoráveis à perfuração e ao *fracking* deverão ser restabelecidas e a independência energética será uma prioridade, com os EUA a procurarem garantir que se mantêm como o maior produtor mundial de combustíveis fósseis – os EUA produziram mais petróleo bruto do que qualquer nação em qualquer momento nos últimos seis anos consecutivos, com uma média de 12,9 mbd² em 2023.

1 ESG: Environment, Social and Governance

2 Mdb: Millions barrels per day

Produção de Petróleo em mbd (milhões de barris/dia)



O que começou com o primeiro mandato de Trump não foi categoricamente interrompido por Joe Biden, com os Republicanos a trabalharem nos bastidores para a reversão de legislação ambiental que poderia condicionar a exploração de combustíveis fósseis. Em 2022, o Estado de West Virginia abriu caminho ao proibir cinco empresas financeiras, incluindo a JPMorgan, a BlackRock e a Goldman Sachs de novos negócios neste Estado, afirmando que estas estariam a boicotar a indústria dos combustíveis fósseis. Nesse mesmo ano, o Comité de Justiça da Câmara dos Representantes dos EUA intimou a Blackrock, a State Street e a Vanguard, como parte de uma investigação sobre leis da concorrência, relacionadas com a coordenação para descarbonizar os ativos sob gestão. A Vanguard acabou mesmo por deixar, nessa altura, a iniciativa Net Zero Asset Managers.

A pressão por parte dos Republicanos manteve-se elevada e a nomeação de Trump veio trazer novo alento à agenda anti-ESG. Os principais bancos

norte-americanos como o Citigroup, o Bank of America e o Goldman Sachs (dezembro de 2024), o JP Morgan (janeiro de 2025) e o Wells Fargo (fevereiro de 2025) decidiram abandonar algumas das principais iniciativas climáticas globais. Também a Blackrock, que havia resistido no passado, acabou por abandonar a Net Zero Asset Managers Initiative no início deste ano. E como seria de esperar, uma das primeiras ordens executivas de Donald Trump, intitulada de “Putting America First in International Environmental Agreements” veio dar o tiro de partida do processo de retirada dos EUA de qualquer acordo, pacto ou compromisso feito ao abrigo da Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre a Mudança do Clima (UNFCCC).

A saída dos EUA de iniciativas ambientais internacionais pode enfraquecer os esforços globais para combater as mudanças climáticas e atingir as metas do Acordo de Paris. Na altura da assinatura do acordo, as promessas de manter o aumento da temperatura média global abaixo de 2°C (idealmente 1,5°C) e neutralizar as emissões de gases de efeito estufa até 2050 agregaram mais de 85% das emissões globais relacionadas com a energia e quase 90% do PIB, num total de 196 países, com vários a apresentarem planos para descarbonizar as suas economias, entre os quais os EUA.

A cooperação internacional e o cumprimento dos compromissos climáticos são fatores essenciais para alcançar as metas do Acordo de Paris e evitar os impactos mais severos das alterações climáticas.

De acordo com o IPCC³, para limitar o aquecimento a 1,5°C, as emissões globais de GEE⁴ devem ser reduzidas em 43%, 60%, 84% e 100% face a 2019 e até 2030, 2035, 2050 e 2070, respetivamente, enquanto as emissões de CO2 devem ser reduzidas a zero até 2050. A saída do segundo maior emissor mundial do Acordo pode igualmente prejudicar o impulso das iniciativas de redução de emissões noutras partes do mundo, especialmente em áreas do Sul Global que têm sido vocais sobre a necessidade de as nações desenvolvidas assumirem a liderança, em conformidade com os princípios de transição justa. De acordo com o *Global Carbon Project*, a China e os Estados Unidos foram responsáveis por 45% das emissões globais em 2024, se-

guidos pela União Europeia, Índia, Rússia e Japão.

O apoio à exploração de petróleo e gás, a redução da regulação ambiental e a promoção da construção de infraestruturas energéticas contrastam fortemente com as políticas de transição energética adotadas por outras grandes economias, que têm procurado reduzir a dependência de combustíveis fósseis e aumentar a participação de fontes renováveis na matriz energética.

Olhando para o que tem sido a trajetória energética global, mas também nos EUA, não se pode deixar de olhar com algum ceticismo para o potencial impacto da agenda anti-ESG, podendo a mesma, em última instância, ser mais mediática do que prática. Ao nível das iniciativas climáticas que várias instituições norte-americanas se desvincularam, tomando os exemplos do JP Morgan ou da Blackrock, ambas as instituições mantiveram os seus compromissos com investimentos em tecnologias de baixo carbono e metas de sustentabilidade. O JP Morgan comunicou que pretende alocar 2,5 biliões de dólares para soluções climáticas até 2030, enquanto a BlackRock, assim como outras gestoras de ativos, lançou novos fundos de investimento sustentável. Na regulação, particularmente a que impacta diretamente as empresas, retroceder nos requisitos de divulgação poderá igualmente ter pouco impacto uma vez que a regulação atual nos EUA cobre apenas as emissões de Âmbito 1 e 2, que além de menos expressivas, dois terços da capitalização bolsista daquele mercado já reporta. Além disso, Estados pró-ESG, como a Califórnia, implementaram regulação que exige que empresas que lá operem, com receitas superiores a mil milhões de dólares, passem a divulgar as suas emissões de Âmbito 1, 2 e 3. E o facto destas empresas se tratarem, na sua grande maioria, de grandes exportadoras, expostas a regulação mais rigorosa noutros países, como a CSRD⁵ na Europa, que deverá abranger cerca de 10 mil empresas fora da UE, muitas delas baseadas nos EUA, requererá níveis de reporte superiores aos exigidos nos EUA.

Um fator que contribui para uma visão menos negativa da retórica anti-ESG e das tentativas de reverter a conscientização climática e os investimentos em energias limpas é que grande parte desses investimentos ocorreu em Estados Republicanos. Desde a aprovação da Lei de Redução da Inflação

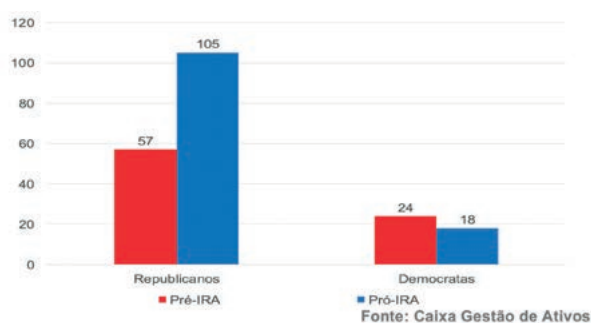
3 IPCC: Intergovernmental Panel on Climate Change

4 GEE: Greenhouse Gas Emissions

5 CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive

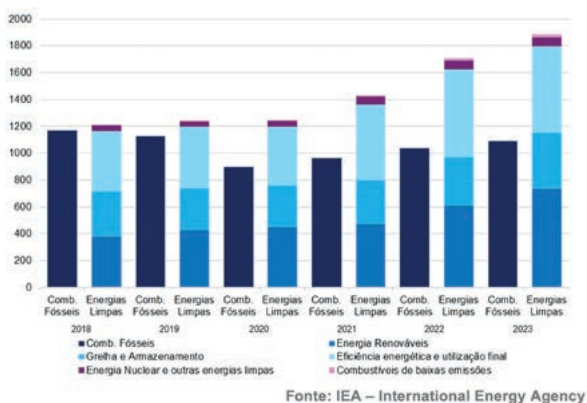
(IRA), pelo menos 123 mil milhões de dólares de investimento em tecnologia de energias limpas foram anunciados até abril de 2024, de um total de 204 mil milhões de dólares anunciados desde que Biden assumiu o cargo, com quase 80% do total em Estados Republicanos, dos quais dois terços após a aprovação da IRA, apesar da oposição unânime do partido à legislação.

Investimento em energias limpas nos EUA: Estados Republicanos vs. Democratas (mil milhões de euros)



De acordo com a IEA⁶ o investimento global em energia deverá ultrapassar os 3 biliões de dólares em 2024, com cerca de 2 biliões de dólares direcionados a tecnologias limpas e infraestruturas. Isto marca uma mudança significativa em relação a 2015, quando os investimentos em energia limpa eram inferiores aos realizados em combustíveis fósseis, tendo o ritmo do investimento em energia limpa acelerado desde 2020, superando largamente os investimentos em petróleo, gás e carvão.

Investimento global em energias limpas e combustíveis fósseis (mil milhões de euros)

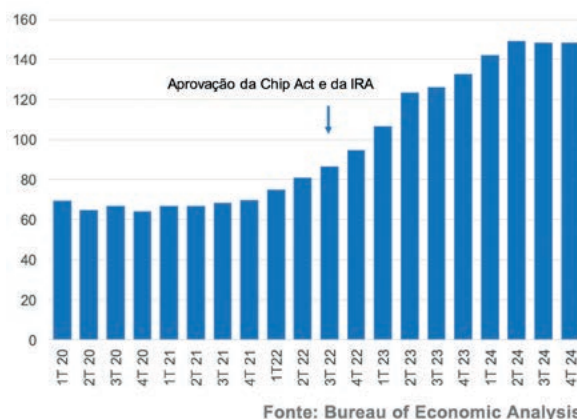


6 IEA: International Energy Agency

Olhando para os progressos dos países da OCDE relativos à produção de eletricidade, os EUA encontram-se entre os países com menor percentagem de energias limpas, pese embora nos últimos 20 anos tenham passado de uma percentagem inferior a 30% para uma superior a 40%. Entre 2019 e 2024, a China e a Europa registaram os maiores aumentos nos níveis de investimento em energias limpas, com a China a liderar destacadamente o investimento total, seguida dos EUA e da Europa. Com a produção de petróleo em máximos e com os EUA a produzirem mais petróleo bruto do que qualquer nação nos últimos seis anos consecutivos, este aparente paradoxo demonstra que a vontade política de priorizar o investimento em combustíveis fósseis poderá não ser suficiente para condicionar o investimento em energias limpas.

A manufatura nos EUA tem sido outro aspeto de destaque e que deverá ser considerado na hora da Administração Trump reverter grande parte dos incentivos concedidos por Joe Biden. A produção industrial norte-americana, que tem estado em níveis baixos há vários anos, penalizada em parte por elevados custos de financiamento e um dólar forte, deu lugar a fortes investimentos para a construção de fábricas. A impulsionar estes fluxos de investimento contribuíram duas grandes categorias de subsídios fornecidos sob a administração Biden: a Chips Act e a IRA. A primeira providenciou incentivos para a construção de várias fábricas de semicondutores, que começarão a operar nos próximos anos, ao passo que a segunda impulsionou a produção de equipamentos necessários para a implantação de energia renovável.

Investimento em novas fábricas nos EUA: (\$Bn)



Então, o que significa tudo isto? Apesar do ruído e do aparente “bullying” por parte da administração Trump, os fundamentos não mudaram. Do ponto de vista económico, a procura por energia deverá manter-se elevada, particularmente energias limpas, impulsionada por uma forte procura, assente no crescimento de *Data Centers* e de infraestrutura para IA (sendo o Projeto *Stargate* anunciado por Trump, no valor de 500 mil milhões de dólares, um bom exemplo), assim como por investimentos na reindustrialização e eletrificação. Por outro, os custos de produção de energia renovável são agora geralmente mais baixos do que os dos combustíveis fósseis, o que tem levado à sua adoção mesmo em estados tradicionalmente ricos em petróleo, como o Texas.

A retórica das manchetes sobre o clima deverá permanecer nos próximos quatro anos, porque muitos dos apoiantes de Donald Trump assim o exigem. Mas Trump é um homem de negócios e com o tempo a sua administração deverá reconhecer as oportunidades de inovar e fazer crescer a economia norte-americana, liderando igualmente esforços na energia e nas indústrias limpas. Até porque vários Estados, investidores e empresas norte-americanas continuarão a fazer o seu caminho, independentemente das políticas federais, assim como nações rivais como a China e a Europa.

Caixa Gestão de Ativos



GEOPOLÍTICA E RISCO GLOBAL

12.

DEZ/2018

Europa em construção – mais um piso no edifício

No sítio da Comissão Europeia, na secção dedicada à governança/governo económico da União Europeia, pode-se encontrar uma lista dos principais marcos das sucessivas reformas da União Europeia e a explicação da sua evolução desde 1992. A União Europeia tem-se caracterizado por ser um projeto evolutivo, em constante mudança, dando resposta aos desafios que lhe são colocados. Apesar da constante mutação, os principais temas das reformas ou modificações são estruturalmente idênticos, senão mesmo invariantes. A evolução, nos últimos anos, sobretudo depois da crise, ganhou um eixo bem identificado em torno do qual evoluem as tendências mais recentes: o equilíbrio entre partilha de risco e redução de risco. Este binómio e o seu rebalanceamento impelem ou cerceiam, conforme a perspetiva, o processo reformador europeu. Na sua versão mais recente, tem sido propulsionado por relatórios conjuntos dos presidentes das principais instituições: Conselho, Comissão, Parlamento, Banco Central, e grupo intergovernamental/Eurogrupo (ver Tab. 1).

A relevância ganha pelo equilíbrio entre redução e partilha de risco como âncora da reforma é um fenómeno recente, contemporâneo da gestão da crise europeia das dívidas soberanas. Anteriormente, o impulso reformador tinha sido ditado sobretudo pelo cumprimento dos pré-requisitos de uma união monetária ótima, com ênfase na liberdade de circulação, integração e convergência. Neste caminho, impunha-se a necessidade de sincronização de ciclos económicos e a correção de desequilíbrios idiossincráticos. Assegurar maior homogeneidade entre os países da área do euro possibilitaria a condução de uma política cambial e monetária comum sem o risco de ocorrência de choques individuais adversos. A ideia original da união, que “um tamanho servia para todos”, provou ser incapaz de

assegurar o sucesso do euro, porque a política de relativamente baixas taxas de juro e de uma taxa de câmbio relativamente elevada (sobretudo para as economias da periferia), provocou profundas assimetrias entre países, com a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos (de sinal contrário) em várias áreas da região, conduzindo à crise do euro na década de 2010.

A crise europeia produziu um importante impulso de mudança, desta vez, menos preocupado com a integração e com a solidariedade entre estados, mas sobretudo determinado em melhorar a prevenção e gestão de crises. Antes da crise, poder-se-ia ter assistido a complacência dos participantes no mercado na avaliação do risco individual de cada país. Porém, durante a crise, a avaliação desse risco único foi exacerbada, implicando forte fragmentação dos mercados, com uma mobilidade de capitais muito limitada e, superiormente, intermediada pelo Banco Central Europeu. A união monetária estava incompleta desde a sua génese e cumpria proceder à sua conclusão de modo a garantir o seu futuro. Surgiram esforços no sentido de dotar a união de instrumentos que assegurassem crescimento equilibrado e políticas orçamentais robustas, ao mesmo tempo que as instituições se dotaram de instrumentos de resolução de crises. Contudo, este ímpeto deixou pontas soltas: o trabalho de consolidação do projeto europeu no sentido de uma união monetária ótima ficou inacabado (ver Tab. 2).

No que respeita a pontas soltas, destaca-se o facto da União Bancária e da União dos Mercados de Capitais estarem por concluir, com saliência para a primeira e para a ausência de um mecanismo financeiro comum e de um sistema comum de garantia de depósitos totalmente operacional. Uma vez que alguns dos elementos cruciais da união estão por

cumprir e que as reformas pós-crise foram entendidas como um processo em construção, devendo ser progressivamente aprofundadas, ultrapassada a crise e corrigidos alguns dos desequilíbrios individuais, os responsáveis europeus propõem, agora, dar um novo passo em frente no projeto europeu. Importa recordar que o mais recente impulso reformador foi catalisado pelo relatório dos cinco presidentes com o intuito de completar a União Económica e Monetária, onde se definiram prioridades e um plano de ação (ver Tab. 3).

As reformas agora promovidas inserem-se na sequência natural do plano delineado desde a criação do euro, sendo reveladoras dos avanços e recuos ao longo dos anos e dos pontos mais críticos do processo. No que se refere aos planos atuais, os líderes europeus acordaram:

- **os termos de referência da linha de crédito para o Fundo Único de Resolução (SRF na sigla em inglês)** - oferece a possibilidade de financiamento automático pelo Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM) ao SRF em caso de necessidade perante uma situação de resolução de bancos europeus para além dos fundos existentes no SRF. A criação desta linha permanente constitui um importante avanço no fortalecimento da União Bancária. A sua introdução será antecipada face à data inicial de 2024, mas depende da avaliação do progresso ao nível da redução do risco a realizar até 2020. A redução de risco prevista pressupõe um objetivo para o rácio bruto de créditos em incumprimento de 5% (em Portugal, este rácio atingia 11,7% no final de junho de 2018) e de 2,5% para o rácio líquido;
- **os termos de referência do Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM na sigla em inglês)** - o qual poderá ser o embrião do Fundo Monetário Europeu no futuro. Com as alterações propostas, o papel reforçado do ESM fortalece a capacidade europeia de prevenção de crises e de resolução de bancos. Com efeito, a acrescer à linha de crédito para o SRF, melhora-se a eficácia dos instrumentos precaucionários do ESM (linhas de crédito acessíveis a economias com dificuldades conjunturais de pagamentos mas sem desequilíbrios estruturais e sem necessidade de adoção de programas de ajustamento). O acesso à linha cautelar (PCCL) é bastante exigente e obriga, por exemplo, que o Estado-Membro requerente não possa encontrar-se em procedimento de défices

excessivos (PDE), limitando a sua potencial utilização. Na crise da área do euro, países de programa como Irlanda, embora não estando em PDE, preferiram um programa tradicional a uma linha cautelar. Não obstante, os instrumentos do ESM (que incluem não só linhas de crédito, mas também programas de auxílio financeiro tradicionais e de recapitalização direta de bancos) mantêm o seu carácter de último recurso e qualquer programa exige o nível apropriado de condicionalidade (pode ou não obrigar à assinatura de um memorando de entendimento). As funções fortalecidas do ESM beneficiarão igualmente do acordo entre aquela instituição e a Comissão com o objetivo de aumentar a cooperação dentro e fora de programas de assistência financeira;

- no sentido da promoção da sustentabilidade da dívida na área do euro, foi decidida a introdução, até 2022, de **cláusulas de ação coletiva com um só grau de agregação** na dívida emitida pelos soberanos europeus. Presentemente, as cláusulas de ação coletiva incluídas nos instrumentos de dívida pública europeia com maturidade superior a um ano contemplavam dois graus de agregação. Num processo de reestruturação, a decisão carecia de aprovação de mais de 2/3 para cada linha e 2/3 para a totalidade da dívida. Com as novas cláusulas, apenas se mantém a segunda ordem de agregação, subindo a exigência da aprovação para, pelo menos, 75% do total de títulos sob proposta de reestruturação. Esta alteração promove rapidez de decisão nos processos de reestruturação de dívida e limitará os direitos dos não participantes no processo, reduzindo o risco de litigância.

Relativamente a instrumentos promotores de competitividade e convergência, deverão ser realizados estudos relativos à conceção, execução e calendário de um **orçamento da área do euro**, parte integrante do orçamento da união, segundo a proposta franco-alemã. Realce-se que este orçamento se destina apenas a Estados-Membros da área do euro. Este orçamento orientado para a promoção de competitividade, convergência e estabilização, deverá incluir investimento em inovação e capital humano. Será financiado por receitas externas consignadas, possivelmente através de alocação de receitas fiscais (por exemplo, receitas da coleta de imposto sobre transações financeiras) e/ou recursos europeus. Alternativamente, as receitas

consignadas poderão consistir em contribuições regulares dos Estado-Membros, transferidas para o orçamento na base de um acordo intergovernamental. A Comissão aprovaria os programas e os Estados-Membros apenas seriam elegíveis para o apoio via orçamento se prosseguissem políticas em estrito cumprimento das regras orçamentais.

Os possíveis elementos de uma **função de estabilidade**, incluindo um esquema comum de seguro de desemprego, foram discutidos, embora não se tenha chegado a acordo sobre a necessidade e desenho de uma tal função; pelo que discussões técnicas vão prosseguir. Outro tema que não terá reunido consenso foi o sistema comum de garantia de depósitos, em relação ao qual concluiu-se a necessidade de mais negociações políticas. Foi acordada a criação de um grupo de trabalho com mandato para elaborar um relatório a publicar em junho 2019 sobre os próximos passos.

Comparando o mapa para o aprofundamento da UEM proposto pela Comissão de 2017 com os avanços políticos agora acordados, constata-se que alguns temas não foram abordados enquanto outros apenas registam progressos tímidos. No caso da União Bancária, os avanços restringem-se à criação de uma linha de crédito para o SRF, deixando inalterada a situação do sistema comum de garantia de depósitos (EDIS na sigla inglesa) ou abandonando, pelo menos por ora, os *European-Sovereign Backed Securities* (ESBS). Estes instrumentos apadrinhados pelo Comité Europeu de Risco Sistémico (ERSB) pretendiam ser a primeira tentativa de criação de um ativo europeu sem risco, pela aglutinação, via estruturação, de títulos de dívida de emitentes soberanos da área do euro. Pelo lado do crescimento, vai-se mais além que o mapa da Comissão: com o surgimento de novas ideias promissoras como o orçamento da área do euro e o sistema comum de seguro de desemprego.

À semelhança de fases reformadoras anteriores, progressos ao nível da completude da União Bancária revelam-se difíceis, frustrando sucessivamente expectativas. O adiamento sucessivo da total operacionalização do EDIS é entendível dados os desafios e debilidades com que os sistemas financeiros dos vários países se defrontam, as várias abordagens para restauração da estabilidade financeira dentro do quadro regulatório comum e o grau de heterogeneidade da saúde financeira dos

bancos dentro de cada país.

A grande palavra de ordem das sucessivas reformas é maior integração, maior partilha de risco entendida num quadro de indispensável redução de riscos idiossincráticos. Neste aspeto, a necessidade de redução ou eliminação do nexo causal entre risco dos bancos e risco do soberano ganha particular atenção. Volvidos dez anos sobre a crise financeira e apesar de todos os esforços de restauração da estabilidade financeira, os bancos europeus são ainda uma fonte de preocupação, seja pelos baixos níveis de rentabilidade, elevado nível de ativos não-produtivos, elevada exposição ao risco soberano, ou comparativamente reduzidos níveis de capitalização. Por outro lado, os esforços de desenvolvimento de uma União dos Mercados de Capitais têm-se revelado relativamente infrutíferos. O crédito bancário continua a ser o combustível da economia europeia, desempenhando os bancos um papel charneira no processo de crescimento económico. A fragmentação dos mercados de capitais é uma pesada herança da crise, a qual embora se tenha reduzido nos últimos tempos, persiste. Os custos de financiamento das empresas e bancos portugueses, por exemplo, é superior aos custos obtidos por congéneres alemãs, constituindo um relevante custo de competitividade. As empresas portuguesas, concorrendo em igualdade de circunstâncias com as suas congéneres europeias, terão de ser mais produtivas ou competitivas em todos os outros fatores para suprir a desvantagem competitiva decorrente dos custos de financiamento mais altos.

Os bancos europeus continuam a pesar no desempenho económico da Europa, sendo o comportamento dos principais índices bolsistas europeus uma boa evidência dessa realidade. A despeito dos esforços em torno da União dos Mercados de Capitais, o financiamento das empresas continua a depender hegemonicamente de crédito bancário - e países com bancos mais fragilizados são necessariamente condicionados no desempenho económico por essa desvantagem. As regras de resolução são idênticas no espaço europeu e tornaram o sistema de garantia de depósito mais relevante porque, em caso de resolução bancária, depósitos superiores a 100 000 euros podem não estar protegidos. A capacidade de defesa dos depositantes, enquanto o EDIS não estiver totalmente operacional, radica na capacidade de garantia dos

fundos nacionais e, em último caso, do soberano e da sua capacidade de financiamento. Ou seja, os atrasos na operacionalização do EDIS ajudam a perpetuar a fragmentação de mercado herdada da crise e acarretam custos acrescidos ao crescimento económico dos Estados-Membros reconhecidamente com sistemas financeiros mais débeis.

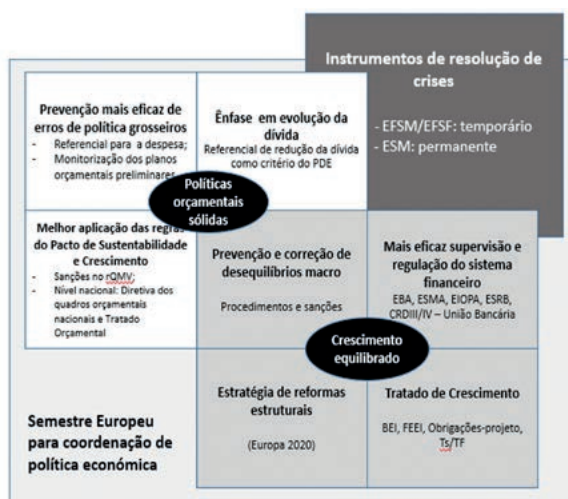
Sobre o projeto europeu, Mervyn King, antigo Governador do Banco de Inglaterra, escreveu recentemente que a União Europeia falhou em reconhecer que o euro exigia integração orçamental e política para ser bem-sucedido e que os países fora do euro pretendiam um tipo de adesão diferente. Ao nível da integração europeia, os passos agora anunciados são bons indícios para o futuro do projeto, mas deverão ser entendidos apenas como mais uma etapa num caminho longo. Para países mais afetados pelo risco de fragmentação de mercado como Portugal, o adiamento de medidas fomentadoras de correção dessa fragmentação poderá ter maior impacto relativo, exigindo um maior esforço no sentido de superação das fragilidades. O contributo nacional permanece preponderante para a gestão de crises. Avanços notáveis da agenda europeia relativos a partilha de riscos poderão acontecer somente após redução de risco nacional e sistémico para patamares entendidos como aceitáveis. Assim, impõe-se aos Estados-Membros, como pré-requisito para o projeto de partilha de risco, a mitigação dos principais fatores de risco. Dentro deste conjunto, pontua a redução de nível sistémico de alavancagem da economia, contenção da dependência de financiamento externo (saldos externos no mínimo equilibrados), diminuição do peso de ativos não-produtivos nos balanços dos bancos, melhoria dos rácios de capital, de rentabilidade (tornada mais exigente num contexto de fraca concessão de crédito devido à necessidade de ajustamento do endividamento) e de eficiência - em suma, mais progressos nacionais na vertente da estabilidade financeira e macroeconómica determinam os avanços do projeto comum.

Tabela 1 - Cronologia de algumas reformas da União Europeia

1992	Assinatura do Tratado de Maastricht introduz o euro como moeda comum e limita os défices orçamentais e os níveis de dívida pública a 3% e 60% do PIB, respetivamente
1997	Nascimento do Pacto de Estabilidade e Crescimento reforça a vigilância e coordenação fiscal e de políticas económicas entre Estados
1998	Pacto de Estabilidade e Crescimento entra em vigor o braço preventivo
1999	Pacto de Estabilidade e Crescimento entra em vigor o braço corretivo
2005	Fim da era de "one size fits all" Pacto de Estabilidade e Crescimento é alterado para considerar as circunstâncias individuais de cada país, com reforço da coordenação e vigilância bem como com clarificação da identificação de défice excessivo. Depois de, em 2003, os ministros das Finanças recusarem a proposta da Comissão de impor sanções à França e Alemanha por incumprimento das regras
2010	Primeiro Semestre Europeu monitorização e coordenação das políticas e recomendações da Comissão são integradas e organizadas
2011	Acordo sobre Pacote de Seis Leis ("Six Pack") nascimento do Procedimento por Desequilíbrios Macroeconómicos
2012	Aprovação do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governo inclui o tratado orçamental e introduz Cimeiras Europeias duas vezes por ano Relatório dos 4 Presidentes: "Towards a Genuine Economic and Monetary Union" ainda a União Bancária mediante a adoção do SSM (Mecanismo Único de Supervisão), novas regras para recuperação e resolução de bancos, e garantias de depósitos
2013	Aprovação do "two pack" Estados-Membros acordam preparar os seus orçamentos de acordo com calendário e padrões comuns, submetendo à Comissão e a todos os EM as versões preliminares. Entrou em vigor em maio de 2013
2014	Revisão de regras "Six Pack" e "Two-Pack" melhoria na transparência e simplicidade
2015	Union" define um plano ambicioso para aprofundamento da UEM em três fases a completar até 2025 propõe completar quatro Uniões: Económica, Financeira, Orçamental e Política Comissão adota um pacote de medidas para execução do relatório dos presidentes
2017	Mapa para aprofundamento da União Económica e Monetária definição de passos concretos a tomar nos 18 meses seguintes para concretização do relatório dos 5 presidentes e dos artigos de reflexão sobre o aprofundamento da UEM e Futuro das Finanças Europeias
2018	Aprofundamento da reforma da área do euro

Fonte: Comissão Europeia

Tabela 2 - Quadro institucional europeu pós-crise



Fonte: Comissão Europeia

Tabela 3 - Mapa para o aprofundamento da União Económica e Monetária na Europa

2018	
União Financeira	União Económica e Orçamental
União Bancária e do Mercado de Capitais Adoção das propostas remanescentes sobre a União Bancária, incluindo redução de risco, Fundo Europeu de Garantia de Depósitos e linha de crédito para Fundo Único de Resolução Proposta da Comissão relativa à definição de um quadro para European Sovereign-Backed Securities para a área do euro, no seguimento do trabalho do Comité Europeu do Risco Sistémico	Quadro Financeiro Europeia Plurianual Adoção de proposta para reforço do Programa de Apoio às Reformas Estruturais Propostas da Comissão para o Quadro Financeiro Plurianual pós-2020
Responsabilidade Democrática e Governança/Governo Efectivo	
Fundo Monetário Europeu Discussão de proposta legislativa Ministro Europeu da Economia e Finanças Discussão a nível político Representação externa da área do euro Discussão de proposta legislativa	Adoção do Tratado Orçamental na Lei Europeia Discussão de proposta legislativa Diálogo com as outras instituições europeias Formalização de práticas entre Parlamento e Comissão
meados de 2019	
União Financeira	União Económica e Orçamental
União Bancária e do Mercado de Capitais Linha de crédito ao Fundo Único de Resolução em funcionamento Implementação do Fundo Europeu de Garantia de Depósitos Conclusão de todas as iniciativas legislativas em atraso para a União de Mercado de Capitais	Quadro Financeiro Europeia Plurianual Adoção de propostas para apoio a reformas estruturais pós-2020 Adoção de proposta pós 2020 dedicada à facilidade de convergência para EM não euro Adoção de uma proposta pós-2020 para a função de estabilização
Responsabilidade Democrática e Governança/Governo Efectivo	
Fundo Monetário Europeu Adoção de proposta legislativa Ministro Europeu da Economia e Finanças Entendimento comum	Representação externa da área do euro Adoção de proposta legislativa Adoção do Tratado Orçamental na Lei Europeia Adoção de proposta legislativa
2019-2025	
União Financeira	União Económica e Orçamental
Implementação contínua de iniciativas relativas a União de Mercado de Capitais Movimento para emissão de um ativo europeu seguro Mudanças no tratamento regulatório de exposição a risco soberano	Implementação de novo Quadro Financeiro Plurianual Função de estabilização totalmente funcional Simplificação das regras do Pacto de Estabilidade e Crescimento
Responsabilidade Democrática e Governança/Governo Efectivo	
Ministro das Finanças Europeu como presidente do Eurogrupo e vice-presidente da Comissão	Fundo Monetário Europeu totalmente operacional Estabelecimento do Tesouro da área do euro

Fonte: Comissão Europeia

Por Cristina Casalinho

Presidente do Conselho de Administração
da Agência de Gestão de Tesouraria
e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E.

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*



13.

FEV/2024

Assim se elege um presidente da América

O presidente Joe Biden contra o ex-presidente Donald Trump é neste momento o cenário mais provável para 5 de novembro, data das próximas eleições americanas. Mas o processo de escolha dos candidatos dos dois grandes partidos, Democrata e Republicano, é complexo e tradicionalmente demorado, envolvendo todos os estados. E por causa de um sistema eleitoral condicionado pelo federalismo, quem vai passar quatro anos na Casa Branca nem sempre é o mais votado na primeira terça-feira depois da primeira segunda-feira de novembro.

Da revista britânica The Economist ao diário francês Le Monde não falta quem tenha noticiado que este vai ser um ano recorde em termos de eleições, com 68 países envolvidos, representando 4,1 mil milhões de pessoas, o que equivale a metade da humanidade. Mas se há umas eleições que atraem verdadeiramente as atenções mundiais, essas são as presidenciais americanas de 5 de novembro, com uma provável repetição do duelo de 2020 entre Joe Biden e Donald Trump, ou seja, o atual presidente democrata contra o ex-presidente republicano.

Presidenciais, mas não só

O voto dos americanos a 5 de novembro vai escolher o presidente, mas também a totalidade dos 435 membros da Câmara dos Representantes (atualmente com maioria republicana) e um terço dos 100 membros do Senado (hoje com maioria democrata). Serão também eleitos os governadores de 11 dos 50 estados, assim como vários presidentes de câmara (ou *mayors*).

Campanha longa

Muitos dos candidatos, nomeadamente os presidenciais, anunciaram-se ainda no verão de 2023. Mas mesmo que tenhamos só em conta a data de realização da primeira das eleições primárias, que foi o caucus de 15 de janeiro deste ano no Iowa, todo o processo dura mais de um ano, pois a tomada de posse do presidente acontecerá a 20 de janeiro de 2025.

Caucus e primárias

Para escolherem o seu candidato presidencial, o Partido Democrata e o Partido Republicano vão a votos nos 50 estados, no Distrito de Columbia (onde fica Washington, a capital) e em vários territórios dependentes dos Estados Unidos, como Porto Rico. Chamadas de primárias, estas eleições têm dois formatos principais: o caucus (como o do Iowa, que é sempre o primeiro), palavra de origem índia que significa que grupos de cidadãos reunidos em assembleias vão debatendo até fazerem uma escolha; e as primárias propriamente ditas (que têm no Novo Hampshire o tiro de partida), votações feitas pelos apoiantes de cada partido, apesar de em alguns estados poderem também votar pessoas não filiadas. Em regra, as primárias num estado são no mesmo dia para os dois grandes partidos.

Candidatos, candidatos e mais candidatos (ou talvez não)

Estas presidenciais apresentam menos candidatos do que é habitual. Por um lado, sendo Biden o presidente em funções, poucos são os democratas

que ousam contestar a sua escolha como candidato, neste caso apenas dois, Marianne Williamson, uma autora de livros de auto-ajuda, e Dean Phillips, um congressista que até concorda com as ideias do favorito mas considera que a idade avançada (82 anos, no dia da eventual tomada de posse) é uma desvantagem que joga a favor de Trump. No campo republicano, vários candidatos foram desistindo, caso de Ron DeSantis, governador da Florida, que obteve 21% no caucus do Iowa mas já não se apresentou na primária seguinte. Depois do Novo Hampshire, que votou a 23 de janeiro, só Nikki Haley, ex-governadora da Carolina do Sul, continua a desafiar Trump: obteve nessa primária 43,2%, contra 54,3% do ex-presidente. Há também que contar com os candidatos de terceiros partidos e independentes. São conhecidos três, um deles com um apelido famoso, já que se chama Robert F. Kennedy e é sobrinho do presidente assassinado em 1963. Também concorrem um historiador, Cornel West, e uma médica, Jill Stein, que deverá ser novamente candidata dos Verdes.

O que é isso de Superterça-feira?

Os americanos têm a terça-feira como dia favorito para votar (5 de novembro também calha numa, mas já lá iremos). E quando vários estados organizam primárias em simultâneo isso significa que, ao invés do que se passou no Iowa ou no Novo Hampshire, os resultados do dia podem já esclarecer quem será o candidato de cada partido, o que este ano passa essencialmente por saber se Haley tem condições de surpreender Trump. Se a antiga embaixadora na ONU (nomeada por Trump quando presidente) se aguentar nas primárias de 24 de fevereiro na Carolina do Sul e nas de 27 de fevereiro no Michigan, então terá um grande teste a 5 de março, data dessa Super terça-feira em que votarão Alabama, Alasca, Arkansas, Califórnia, Carolina do Norte, Colorado, Maine, Massachusetts, Minnesota, Oklahoma, Samoa Americana, Tennessee, Texas, Utah, Vermont e Virgínia.

Quando se oficializam os nomeados por cada partido?

Dacota do Sul, Montana, Nova Jérсия e Novo México são as últimas primárias do calendário deste ano, a 4 de junho (haverá ainda dois caucus em territórios a 8). Os delegados escolhidos ao longo

destes meses reunir-se-ão para nomear o candidato do partido nas respetivas convenções nacionais. A republicana está agendada para 15 a 18 de julho em Milwaukee, no Wisconsin, e a democrata para 19 a 22 de agosto em Chicago, no Ilínois. As convenções nacionais costumam ser uma festa de unidade partidária, depois da acesa luta nas primárias, mas no passado já foram palco de um derradeiro combate para designar o candidato, como aconteceu em 2016 entre os democratas Bernie Sanders e Hillary Clinton, com vitória desta última, depois derrotada nas urnas por Trump.

Voto dia 5 de novembro, uma terça-feira, porquê?

Há uma regra que vem de finais do século XVIII que estipula que as presidenciais devem ocorrer na primeira terça-feira depois da primeira segunda-feira de novembro, na prática sempre entre os dias 2 e 8. Permitia-se que, numa sociedade maioritariamente agrária, o votante fosse à missa no domingo e mesmo assim, se morasse longe do local das urnas, pudesse chegar a tempo de votar. E igualmente a tempo de estar de regresso a casa para o mercado que se realizava às quartas-feiras. Com o passar dos tempos, e o fim natural da América agrária, a regra começou a ser questionada e até acusada de causar abstenção, pois as eleições são num dia útil. Mas a possibilidade de voto antecipado ou por correio fez a polémica desaparecer e assim mantém-se esta curiosidade americana.

São mesmo necessários os grandes eleitores?

Desde 1992, os candidatos democratas foram os mais votados em todas as presidenciais exceto nas de 2004, quando George W. Bush ganhou um segundo mandato. O que significa que parece haver a nível nacional uma maioria sociológica democrata, bem exemplificada pelo triunfo em 2020 de Biden sobre Trump, 81 milhões de votos (51,3%) contra 74 milhões (46,8%), os dois homens mais votados da história americana, com a abstenção a ser de 33%. Contudo, a vitória não é atribuída ao candidato mais votado popularmente, mas sim ao que reunir a maioria no Colégio Eleitoral, que se reunirá este ano a 17 de dezembro. Tudo tem que ver com o federalismo e com a preocupação dos Pais Fundadores dos Estados Unidos (o país declarou a independência em 1776, obteve-a da Inglaterra em 1783) em proteger os pequenos estados. Assim,



cada estado elege um número de eleitores igual à soma dos seus representantes e dos seus senadores. Por exemplo, o menos populoso dos estados, o Wyoming, tem três grandes eleitores, pois só tem um representante, a que se juntam dois senadores, tal como em todos os estados. Já a Califórnia, o mais populoso, tem direito a 54 grandes eleitores, ou seja 52 como os seus representantes e mais 2, o número fixo de senadores. O que significa isto na prática? Que a Califórnia com 39 milhões de habitantes, 67 vezes mais povoada do que o Wyoming, vale para efeitos de eleição do presidente apenas mais 18 vezes. E isso exige que um candidato em vez de fazer campanha apenas nos estados maiores, somando milhões e milhões de apoios, tenha de ir também aos estados pequenos, pois os seus três grandes eleitores podem ser o necessário para atingir a fasquia dos 270 votos. Com exceção do Nevada e do Maine, o candidato mais votado leva a totalidade dos grandes eleitores de cada estado. E porquê 270 para vencer? O Colégio Eleitoral é composto por 538 grandes eleitores, número igual à soma dos 435 representantes e dos 100 senadores, mais três a representar Washington, D.C. E 270 é metade mais um de 538.

Alguma vez os grandes eleitores não decidiram umas presidenciais?

Sim, é muito raro, e a mais polémica foi em 1825, quando nenhum candidato obteve a maioria absoluta no Colégio Eleitoral nas eleições de 1824. A Câmara dos Representantes foi chamada então a votar e elegeu John Quincy Adams para presidente em vez de Andrew Jackson, o candidato com mais voto popular. É dado assente que o Colégio Eleitoral respeite o espírito dos resultados populares em cada estado.

Além de John Quincy Adams, já houve outros presidentes que não obtiveram a maioria do voto popular?

Sim. Há mais dois casos no século XIX, e voltou a acontecer em 2000, com Bush filho a derrotar Al Gore, e em 2016, com Trump a derrotar Hillary Clinton, mesmo tendo os candidatos democratas mais voto popular. Apesar de críticas sistemáticas, o sistema sobrevive por ter a tal lógica de assegurar justiça relativa entre estados. E os derrotados por causa do sistema nunca o puseram verdadeiramente

em causa. Gore, por exemplo, questionou de início a vitória de Bush filho mas por irregularidades na Florida, cujos grandes eleitores dariam a eleição presidencial ao candidato mais votado no estado.

Na noite de 5 de novembro saberemos o nome do presidente?

Sim, muito provavelmente. Em 2020, Trump decidiu pedir recontagem em alguns estados, mas mesmo assim era evidente na noite eleitoral que Biden tinha vencido, com 306 grandes eleitores contra 232 para Trump. Em 2000, sucessivas recontagens na Florida atrasaram o reconhecimento oficial do vencedor, mas a 12 de dezembro o Supremo Tribunal pôs fim ao processo e validou a vitória de Bush filho no estado e automaticamente no país.

O que são os swing states?

Os *swing states*, ou estados bailarinos, são os estados que de eleição para eleição se revelam dispostos a votar num ou outro partido. Um bom exemplo é o Ohio. Pelo contrário, estados como a Califórnia e o Texas há várias eleições que são seguros para os candidatos democratas e republicanos, respetivamente. Recordando a lógica dos grandes eleitores, e o facto de quem ganha num estado receber a totalidade destes, é mais provável uma campanha disputada no Ohio (18 grandes eleitores), com muitas visitas dos candidatos para convencer o eleitorado indeciso, do que nos pesos-pesados Califórnia (54 grandes eleitores) e Texas (40 grandes eleitores), ambos com vencedor antecipado.

Vermelho e azul

As grandes cadeias televisivas começaram a usar a partir das eleições de 2000 a cor vermelha para assinalar os estados que votam republicano e o azul para os que votam democrata. Assim, as duas cores passaram a estar muito identificadas com os dois grandes partidos, tal como, por causa de um cartoon de jornal do século XIX, o burro é o animal símbolo dos democratas e o elefante representa os republicanos. Se olharmos para as últimas presidenciais, a costa oeste, a região dos Grandes Lagos e todo o nordeste são estados azuis, enquanto o sul e o interior americano são vermelhos.

Há diferenças ideológicas entre democratas e republicanos?

Sim, e mais pronunciadas do que no passado, em que muitas vezes havia congressistas capazes de votar em propostas do partido rival. Nos anos mais recentes, os democratas mostram-se mais internacionalistas, liberais em termos de costumes e acreditando numa certa intervenção do governo, seja federal ou estadual. Já os republicanos, estão cada vez mais isolacionistas, contrários à imigração, conservadores em termos de costumes, e a favor de menos intervenção do governo na economia. Um bom exemplo do fosso crescente entre os dois partidos foram as votações do chamado Obamacare, projeto do presidente Barack Obama para garantir acesso generalizado à saúde, que numa das versões, em 2009, foi aprovado pela então maioria democrata na Câmara dos Representantes e com apenas um voto na bancada republicana.

Com Trump como principal figura inspiradora, o Partido Republicano tornou-se mais imprevisível, à imagem do ex-presidente e agora candidato de novo.

Por falar em Trump, há alguma hipótese de não ser o candidato republicano em novembro?

Enquanto Nikki Haley estiver nas primárias, existe sempre a possibilidade de os republicanos não escolherem o magnata convertido em político. Mas Trump tem também que ultrapassar um outro obstáculo: as acusações de insurreição pelo seu comportamento antes e durante o assalto ao Capitólio, em Washington, a 6 de janeiro de 2021 por uma multidão de apoiantes que consideravam que a eleição de Biden tinha sido fraudulenta. A maioria dos nove juizes é conservadora, três até foram nomeados por Trump, mas tudo está em aberto, pois no passado várias vezes houve decisões a ultrapassar a lógica ideológica.

Quem serão os candidatos a vice-presidente?

Depois de nos primórdios da história americana o presidente e o vice-presidente poderem ser de partidos rivais, a regra passou a ser a eleição de uma dupla, ou *ticket*, no jargão político dos Estados Unidos. Biden volta a apresentar Kamala Harris como

candidata a vice-presidente, a primeira mulher a ocupar o cargo. Trump, que se diz traído por Mike Pence, seu vice-presidente entre 2017 e 2021, pode também ser tentado a escolher uma mulher para o *ticket*. Mais jovem de certeza, para contrabalançar os seus 78 anos. Historicamente, cada partido escolhia o *ticket* para manter equilíbrios regionais, ideológicos e até geracionais. Por exemplo, em 1960, no Partido Democrata, o católico do Massachusetts John Kennedy, o liberal que é até hoje o mais jovem presidente eleito, com 43 anos, teve como vice o texano protestante Lyndon Johnson, um (teoricamente) conservador de 52 anos.

Existe um voto étnico?

Sim, e que é estudado ao pormenor pelos candidatos, pois pode ser decisivo em alguns estados. Hoje os brancos não hispânicos representam 60% da população e as minorias 40%. Estas últimas tendem a apoiar os candidatos democratas: nas últimas presidenciais, Biden teve 92% dos votos afro-americanos e 65% dos votos hispânicos. Um regresso de Trump à Casa Branca exige-lhe melhorar o seu desempenho entre as minorias étnicas.

Que América vamos ter a 20 de janeiro de 2025?

Muito provavelmente uma América dividida, seja quem for o vencedor das eleições. Mas mesmo assim uma América com 330 milhões de habitantes, que continuará a ser a mais forte economia do mundo, segundo o FMI, a maior potência militar, de acordo com o instituto sueco SIPRI, o país com as melhores universidades (oito no top ten, segundo o Ranking de Xangai) e também o país com mais prémios Nobel, nomeadamente nas áreas científicas.

Por Leonídio Paulo Ferreira

Jornalista do Diário de Notícias, doutorado em História Contemporânea e mestre em Estudos Americanos. Fez a cobertura jornalística das eleições americanas de 2000 e de 2004.

As opiniões expressas vinculam apenas o autor e não refletem necessariamente a posição das entidades a que está associado.

14.

MAI/2024

Como a guerra no Médio Oriente pode afetar a economia?

O mais recente episódio de incremento da tensão político-militar na região do Médio Oriente, despoletado pelo conflito que opõe Israel ao grupo palestino Hamas desde os ataques do passado dia 7 de outubro, tem gerado incerteza acerca dos potenciais impactos sobre a economia mundial. O peso da região enquanto fornecedora de matérias-primas energéticas e a importância da localização para as rotas comerciais, poderão continuar a fazer sentir-se ao nível não só do aumento do preço dos bens transacionáveis internacionalmente, como do funcionamento de abastecimento e de produção.

Um dos umbigos do mundo está de novo em guerra. Tudo o que se passa no Médio Oriente afeta-nos diretamente, não só em termos económicos, mas também geoestratégicos.

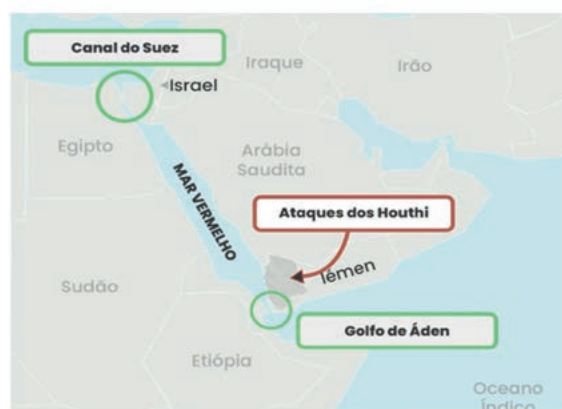
Berço das civilizações que moldaram o mundo Ocidental, mas também do mundo islâmico, tudo o que se passa nesta zona do planeta tem efeitos imediatos, quanto mais não seja porque aqui estão das maiores reservas de petróleo e gás do mundo. As célebres crises do petróleo do século XX que tanto impacto tiveram, resultaram de acontecimentos no Médio Oriente - Guerra dos 6 Dias em 1967, Yom Kipur em 1973, Revolução Islâmica de 1979 e Guerra Iraque-Iráo. Por outro lado, 7 dos 13 membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo, OPEP, são desta região.

Apesar de atualmente, em 2024, sete meses depois do início da guerra Israel HAMAS, o preço do petróleo ainda estar controlado, o risco de aumentar acentua-se à medida que o conflito se prolonga e com a possibilidade de escalar para uma guerra regional com implicações mundiais.

Os Houthis do Iémen, aliados do Irão, estão a bloquear o comércio num dos maiores *checkpoints* mundiais, o estreito de Bab El Mandab, onde passa 22% do comércio mundial do planeta vindo do

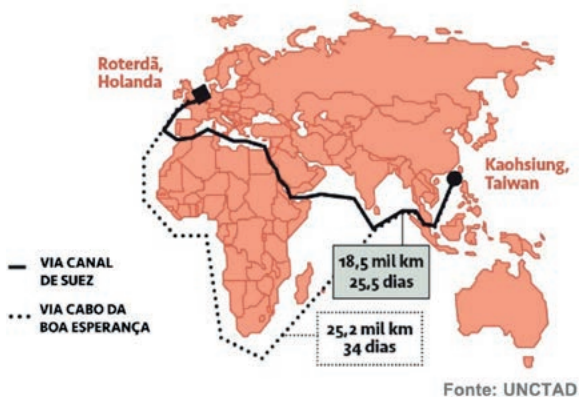
Oriente em direção ao Mediterrâneo e à Europa, atravessando o Mar Vermelho, em direção ao Canal do Suez. O tráfego pelo canal egípcio caiu para 50%, uma média de menos 67% porta-contentores por semana. Os operadores têm optado pela Rota do Cabo da Boa Esperança, 40% mais longa, quinze dias mais demorada, disparando os custos do frete marítimo, entre combustível, refrigeração e seguros em quase 300%, refletindo nos preços ao consumidor final num aumento de pelo menos 8%. Acresce a perecibilidade das mercadorias, o efeito cascata disruptivo nas cadeias de abastecimento e de produção, e também nos horários dos transportes marítimos com consequências imediatas na escassez temporária de contentores e maior congestionamento em alguns portos. Os sectores da indústria transformadora e do retalho são os mais afetados pelos atrasos nas entregas, *overbooking* de contentores, navios e portos, tendo a Tesla, Ghent, Steliant, Volkswagen sido forçados a paragens de produção. Os Houthis são ainda acusados de terem danificado vários cabos submarinos de telecomunicações que passam no Mar Vermelho. As companhias AAE-1, Seacom, EIG e TGN reportaram vários danos nos cabos, e interrupções nas ligações da internet, entre a Europa e a Ásia, sentidas sobretudo nos Países do Golfo e na Índia.

Estreito de Bab El Mandab



Fonte: UNCTAD

Rota do Cabo da Boa Esperança

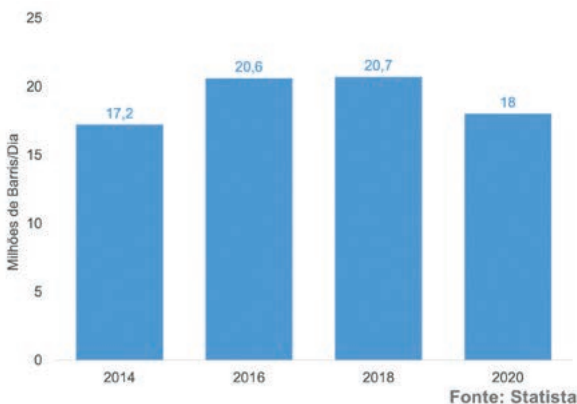


Na parte Norte da Península Arábica, perto do Golfo Pérsico, no ponto mais estreito de passagem, logo a seguir ao Golfo de Omã, fica o Estreito de Ormuz, onde passa, diariamente cerca de 30% do petróleo mundial. Recentemente o Irão ameaçou intensificar a captura de navios petroleiros e porta-contentores, como aconteceu com o MSC ARIES de bandeira portuguesa. Não sendo novidade, episódios semelhantes ocorreram no passado, mas a tensão que existe no momento graças à guerra e ao apoio do Irão ao HAMAS, facilmente pode originar um confronto direto. Por aqui saem os navios petroleiros do Kuwait, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, Irão e Iraque. Facilmente se percebe o impacto energético e regional de um conflito nestas águas.

Estreito de Ormuz



Milhões de barris de petróleo que passaram pelo Estreito de Ormuz - 2024-2020



Os dois protagonistas da guerra são os mais afetados. A devastação em Gaza dificilmente se recuperará em poucos anos e será necessária uma reconstrução profunda. A grande questão que se coloca é quem a fará.

Do lado de Israel, há fortes indicadores do declínio da confiança económica internacional no país. A incerteza quanto ao desfecho da guerra e à sua duração, teve como consequência imediata um decréscimo dramático no turismo, quer em Israel, quer na Cisjordânia. Sendo Jerusalém Cidade Santa para as três principais religiões monoteístas, o turismo é uma grande fonte de receitas, que quase desapareceu desde 7 de outubro 2023. A economia de Israel contraiu quase 20%, comparativamente ao ano transato, com custos de guerra à volta de \$260 milhões/dia. Foram mobilizados 360 000 reservistas, perto de 8% da força de trabalho de Israel, mão-de-obra jovem e altamente qualificada. O PIB *per capita* diminuiu em 6% devido a faltas ao trabalho, assistência e acompanhamento de familiares, não havendo dados do impacto da falta de trabalhadores palestinos que todos os dias iam trabalhar em Israel, cerca de 164 mil. Setores primários, como a agricultura, são os mais afetados, onde estavam cerca de 15.000 trabalhadores estrangeiros. Se os palestinos não o podem fazer neste momento, os restantes, sobretudo asiáticos, abandonaram o país com medo da guerra, cerca de 16,2% do total da força de trabalho de Israel. Empresas como a Samsung Next, Wix and Wize, Papaya, e várias *start ups*, retiram-se de Israel, não só devido à incerteza da guerra, mas também por causa das reformas



judiciais que ameaçavam a única democracia digna desse nome nesta zona do planeta. Do lado do consumo, houve um decréscimo de 27%, tendo a *shekel*, a moeda israelita, tido a maior queda em 14 anos. A estagnação do investimento, cerca de 70%, a diminuição do *rating* da Moody's, a falta de produtividade e disrupção das cadeias de produção e abastecimento, são péssimos indicadores para a economia de Israel, com uma diminuição de cerca de 10% do PIB entre 7 outubro a maio de 2024.

Outras implicações económicas refletem-se no boicote de consumidores às marcas que apoiam Israel, Coca-Cola, Starbucks ou McDonald's, com manifestantes pró Palestina invadindo e partindo montras. A PUMA registou um decréscimo na procura porque é patrocinadora Seleção Nacional de Futebol de Israel.

A possibilidade, real, de escalada regional do conflito, potencia ainda mais todo este cenário, já de si pouco animador. O Irão é o grande apoiante do HAMAS e conta com vários aliados, o Hezbollah do Líbano, os Houthis do Iémen, ou as milícias pró-iranianas do Iraque, como a Resistência Islâmica. Têm em comum pertencerem ao ramo xiita do Islão, são chamadas "Eixo da Resistência", as mesmas do "Eixo do Mal" como Bush-filho e Condoleezza Rice denominaram. Pertence ainda a este grupo, Bashar Al Assad, presidente da Síria, que só se envolverá se houver conflito direto. O HAMAS, centro de toda esta guerra, pertence ao ramo sunita do Islão. Todos têm em comum serem anti Israel ou defensoras do pan-islamismo, ideal que preside ao regime teocrático do Irão.

Apreensivos com o conflito estão os outros países árabes sunitas que não se querem envolver, até porque o HAMAS tem como ideologia de base a Irmandade Muçulmana que foi banida em quase todos estes países, considerada como organização terrorista. Acolher refugiados vindos de Gaza é um grande problema, porque não se sabe se o HAMAS envia militantes infiltrados ou se os próprios refugiados serão apoiantes da causa dos Irmãos Muçulmanos. Por outro lado, a aproximação de algumas monarquias árabes a Israel com os Acordos de Abraão, e que o HAMAS não estava a encarar com bons olhos, torna ainda mais difícil toda a

situação, muito embora os Acordos de Abraão tenham sido suspensos imediatamente após o ataque de 7 de outubro.

Os apoios externos dos dois lados do conflito também são importantes. Israel tem como aliado incondicional os EUA, muito embora Biden não seja muito simpatizante deste governo do primeiro-ministro Benjamin Netanyahu, sendo crítico ao ponto de achar que é parte do problema. Do lado do Irão e do HAMAS, temos a Rússia. A proximidade com o grupo que governa a faixa de Gaza desde 2007 é conhecida, e a aliança com o regime dos Aiatalas vem desde a queda da URSS. A proximidade do Irão à Rússia, tem sido reforçada com guerra na Ucrânia e também com as sanções internacionais que ambos são alvo.

Importante também dar conta do papel da China. Aspirante a ser a primeira economia mundial, atravessa um período de estagnação que atrapalha as suas aspirações, face ao bom desempenho da economia dos EUA. Por essa razão, e com medo de sanções internacionais, não se mete em conflitos, mas tem sido acusada de fornecer componentes para armamento militar russo. Não deverá envolver-se diretamente na guerra HAMAS-Israel mas o recente encontro que promoveu entre a Fatah da Cisjordânia e o HAMAS da Faixa de Gaza mostra que está atenta e que quer ser parte da solução de paz. Não nos esqueçamos do entendimento que promoveu entre a Arábia Saudita e o Irão, os dois gigantes do Médio Oriente, inimigos até então. Para a sua ambição económica, ser protagonista político e promotor da paz, é fundamental.

O Médio Oriente, um dos umbigos do mundo, sempre foi palco de inúmeros conflitos, alguns com escala quase mundial para a época. A proximidade do mediterrâneo é, e sempre foi um dos principais motivos de guerra. A descoberta de petróleo e gás nas águas territoriais de Israel e da Faixa de Gaza, bem como a ambição de construir uma alternativa ao Canal do Suez são ambições que atrapalham a paz e incentivam à guerra. Podemos ter meses, até anos nesta guerra, mas se Trump ganhar em novembro temos a certeza que a guerra acabará porque várias vezes já referiu que a Palestina é parte integrante de Israel. Provavelmente será esta

a razão que Netanyahu não está interessado em acordos de paz e num cessar-fogo.

Espera-se, portanto, que a guerra continue, pelo menos até novembro.

Bibliografia:

Navigating troubled waters: Impact to global trade of disruption of shipping routes in the Red Sea, Black Sea and Panama Canal | UNCTAD

<https://unctad.org/publication/navigating-troubled-waters-impact-global-trade-disruption-shipping-routes-red-sea-black>

Trading Economics

Containerized Freight Index - Price - Chart - Historical Data - News (tradingeconomics.com)

Trading Economics e Eurostat

<https://tradingeconomics.com/european-union/inflation-rate#:~:text=Inflation%20Rate%20in%20European%20Union,source%3A%20EUROSTAT>

Por Prof. Doutora Maria João Tomás

Professora IBS-ISCTE-IUL |
Analista de Política Internacional SIC Notícias

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*

15.

OUT/2024

Relatório Draghi: como pode a União Europeia voltar a ser competitiva?

O declínio da competitividade da União Europeia é um tema que, ao longo das últimas duas décadas, e apesar de estar presente na agenda de Bruxelas, carecia não só de abordagens específicas como também da adoção de uma linha de ação proactiva. Os líderes, tanto nacionais como comunitários, relaxaram sob o “guarda-chuva” americano em matéria de defesa, acreditaram que o intrincado aparelho burocrático, juntamente com a carga fiscal asfixiante aos produtores e indivíduos, seria sustentável para o futuro da competitividade europeia e nada fizeram para mitigar a dependência energética da Rússia. A conjuntura atual coloca estes erros em evidência e demonstra que é necessário reajustar o foco de forma urgente. Assim, Mario Draghi apresenta o relatório que poderá servir de despertador para uma União em estado de letargia. Se teimar em acordar, correrá certamente perigo de vida.

A conjuntura geopolítica e financeira internacional obriga-nos a reavaliar as estratégias e os mecanismos para que seja possível voltar a colocar a Europa numa rota de crescimento. Os desafios apresentados por esta nova ordem mundial levantam problemas para os quais devem surgir soluções de forma urgente, e é precisamente sobre a redefinição da estratégia da União Europeia (UE) que o relatório *The Future of European Competitiveness*, apresentado por Mario Draghi no mês passado, se debruça.

O documento do ex-presidente do Banco Central Europeu (BCE) alerta para a evidente perda de competitividade da UE – algo que tem sido tema entre economistas e políticos nos últimos anos – e servirá de base para o novo mandato de Ursula Von der Leyen à frente da Comissão Europeia. Também o Presidente francês, Emmanuel Macron, já se mos-

trou alinhado com as linhas gerais deste relatório: “O nosso modelo antigo acabou. Estamos a regular de mais e a investir de menos. Se seguirmos a nossa agenda clássica nos próximos dois ou três anos, estaremos fora do mercado”.

O período de unipolaridade pautada pela supremacia do nosso mais importante aliado, os Estados Unidos, que levou a Europa a baixar a guarda, principalmente em matéria de defesa e segurança, está perto do fim e, com um conflito em solo europeu, o velho continente encontra-se numa posição de vulnerabilidade acrescida.

Para bem das gerações futuras, é importante que o relatório em questão não fique esquecido numa prateleira em Bruxelas.

Os três vetores principais

Uma vez chegados a esta indesejável posição, Draghi aborda no seu documento três vetores principais: 1) *gap* na inovação, 2) burocracia e 3) defesa.

O ex-primeiro-ministro italiano enumera, logo no início do relatório, as causas determinantes para o atraso europeu: falta de foco, fragmentação de recursos e a existência de um aparato burocrático moroso. É importante ressaltar, desde já, que o período compreendido entre a apresentação de uma medida e a implementação da mesma tem uma duração média de dezanove meses, isto é, 1/3 do mandato da Comissão.

A UE pode, e deve, ambicionar voos mais altos, mas para ladear as economias mais importantes necessita de mais integração para gerar consensos, o que resultará na adoção de políticas conjuntas e aumentará a capacidade competitiva. Draghi

é bastante elucidativo quanto a esta necessidade e aponta algumas vantagens da Europa em relação às superpotências. É o caso da saúde e da proteção ambiental, por exemplo.

Sendo que a UE é responsável por apenas 6,1% das emissões de gases com efeito de estufa (dados do Statista, 2023), é importante que sejam também revistas as políticas ambientais. A UE não conseguirá atingir os objetivos ambiciosos neste tema caso não seja capaz de desenvolver uma estratégia que promova o desenvolvimento económico para os sustentar.

A carga excessiva de impostos e regulações tem asfixiado os produtores europeus, deixando-os, à partida, desmembrados na arena feroz que é o mercado internacional. Ainda assim, Draghi alerta para a armadilha do protecionismo, uma política comercial que atingiu, em 2022, níveis máximos comparando com os números desde 2010, que pode acabar por ser prejudicial às economias a médio-longo prazo. Contudo, no dia 4 de outubro, a Comissão Europeia, com o apoio de dez Estados-Membros, fez passar uma medida que colocará tarifas às importações de automóveis elétricos chineses até 45%. O relatório aponta também para o aumento do fosso entre o Produto Interno Bruto (PIB) per capita, expresso em paridades de poder de compra, europeu e o americano nos últimos anos, onde cerca de 72% dessa lacuna é explicada pela baixa produtividade da UE.

O gap na inovação

É perceptível que a necessidade de aceleração do processo de inovação é um tema consensual na União Europeia. É imperativo para a relevância que se pretende da UE no palco internacional. Mas como?

Draghi identifica na Inteligência Artificial (IA) um motor que pode ser decisivo para estimular o potencial de produção da UE, bem como a desburocratização. E de forma acertada. O processo assenta em quatro “blocos de construção”: o fortalecimento do mercado único, a reforma de políticas industriais, o investimento e, por fim, a reforma do sistema decisório.

Voltando ao *gap* na inovação, o economista italiano menciona que a demografia, ao apresentar evidências de contração, não será mais um impulso-

nador do crescimento europeu, o que intensifica a inadiabilidade do aumento de produtividade – possível através da inovação. O setor das tecnologias digitais é o responsável pelo gap entre a UE e os Estados Unidos. Mario Draghi salienta ainda que das dez principais empresas de computação quântica, cinco estão nos EUA, quatro na China e nem uma na União Europeia.

Posto isto, no relatório são identificadas as barreiras que se levantam e atrasam o processo de inovação na UE:

- Estrutura industrial estática que se transforma num ciclo vicioso e gera baixos níveis de investimento e inovação;
- Baixo investimento em tecnologia digital, continuando o foco na indústria automóvel;
- Sistema burocrático asfixiante que trava o aparecimento de novas empresas inovadoras, forçando-as a sair da UE;
- Dificuldade em transformar a inovação em comercialização;
- Dificuldade na obtenção de mão de obra qualificada por parte das empresas europeias.

Assim, Draghi propõe o levantamento destes obstáculos e apresenta mais um leque de soluções para a UE, como a “promoção de uma coordenação intrasectorial e partilha de dados para acelerar a integração da IA na indústria europeia”, o “estabelecimento de um meio-termo entre a promoção do setor de computação em nuvem doméstico e a garantia de acesso às tecnologias de que necessita”, “facilitar a consolidação no setor das telecomunicações de modo a obter taxas de investimento mais elevadas na conectividade” e ainda a necessidade de “manutenção e expansão da Investigação e Inovação (R&I) para pontos-chave da indústria transformadora, como o setor farmacêutico”.

Só assim, com o aumento da produtividade e do investimento em tecnologia e em inovação, é que será possível voltar a atingir a competitividade desejável para uma instituição como a UE.

Financiamento

O ambicioso plano de ação levanta automaticamente a questão de como será financiado. Este é um dos aspetos que determinará a implementação

das anteriores propostas e, consequentemente, o crescimento económico da UE.

Draghi aponta para um investimento avultado, no valor de 800 mil milhões de euros - cerca de 5% do PIB da União Europeia - por ano. É estabelecida a comparação com a injeção americana na Europa ao abrigo do Plano Marshall - na ordem dos 1%-2% do PIB - que foi fundamental para a reconstrução de uma Europa em cacos no pós-II Guerra Mundial. O economista disse ainda, numa conversa no *think tank* económico Bruegel, em Bruxelas, que “estes números vêm de estimativas relativamente conservadoras. Não incluem a adaptação e proteção climática. Não incluem investimentos em educação e podem não incluir várias outras coisas”. Sinais de um novo “Whatever it takes”, frase que popularizou durante a crise do euro.

Para alavancar um investimento desta dimensão, o relatório propõe a emissão de dívida conjunta, uma solução que é talvez a mais controversa e que mais discussão desperta nos círculos políticos e económicos. Trata-se de algo importante, até para dar garantias aos investidores. Como disse o professor e Bastonário da Ordem dos Economistas, António Mendonça, em entrevista ao DN, “Não é apenas uma questão de endividamento, mas é uma questão também de oferecer dívida que os investidores tenham interesse em subscrever”.

Draghi diz ainda que “o investimento pode ser levado a cabo sem que a economia se depare com restrições de oferta, e a mobilização do financiamento privado será fundamental”. O italiano apela à integração dos mercados de capitais europeus para que as poupanças das famílias sejam canalizadas para investimentos produtivos na União Europeia de forma mais eficaz.

É reforçada a ideia de que é necessário garantir alívios fiscais de modo a que o investimento privado seja desbloqueado. Por outras palavras, o ex-líder do BCE alerta para a necessidade de concertação, e até simbiose, entre os setores público e privado. Sem esta coordenação, o investimento brutal torna-se irrealista.

Quanto aos mercados de capitais, Draghi avisa que, ao estarem fragmentados, são menos eficientes no que à intermediação financeira europeia diz respeito, sugerindo a criação de uma União de Mercados de Capitais. A carência de mecanismos

desta importância, a falta de uma autoridade reguladora única dos mercados de valores mobiliários, a fraca unificação do ambiente pós-comercial para a compensação e liquidação e o desalinhamento substancial dos regimes fiscais e de insolvência dos Estados-Membros são as causas essenciais do baixo financiamento de investimentos na Europa apontadas Draghi no relatório.

O sistema de pensões

É neste ponto que Mario Draghi chega a um tópico de incontornável importância: o sistema de pensões. “Os mercados de capitais da UE estão também com falta de oferta de capital de longo prazo em relação a outras economias, em grande parte devido ao subdesenvolvimento dos fundos de pensões”. “Em 2022, o nível de ativos de pensões na UE era de apenas 32% do PIB, enquanto que nos EUA os ativos totais ascendiam a 142% e no Reino Unido a 100%”. Uma diferença abismal.

O sistema de pensões como o que é hoje aplicado em Portugal revela-se insustentável, o que deveria fazer com que os líderes o repensassem, mesmo que isso conduzisse a perdas eleitorais - é de lembrar que em Portugal o eleitorado pensionista está agora entre os 26% e os 35% do total. Draghi dá o exemplo dos sistemas de pensões dos Países Baixos, da Dinamarca e da Suécia, que contribuem em 62% para o total de ativos de pensões da UE.

A solução sugerida no documento para a reforma das pensões é a seguinte: “A forma mais fácil e eficiente de o fazer [canalizar poupanças para investimentos produtivos] é através de produtos de poupança a longo-prazo (pensões). Para aumentar o fluxo de fundos para o mercado de capitais, a UE deve incentivar os pequenos investidores através da oferta de regimes de pensões de segundo pilar, reproduzindo os exemplos bem-sucedidos de alguns Estados-Membros da UE”.

Através da análise deste ambicioso, mas necessário, projeto, conseguimos confirmar a estagnação e consequente declínio da União Europeia a vários níveis no panorama internacional.

Contudo, a aplicação do programa é um desafio em si mesmo e requer uma visão reformista tanto da União como dos líderes de cada Estado-Membro. Como a História nos tem demonstrado, os consensos são difíceis, principalmente após as vagas de



alargamento. Mas para a Europa mudar de rumo, perante uma conjuntura em constante mudança, o relatório Draghi representa um excelente ponto de partida que deveria colocar o aparelho comunitário a trabalhar em bloco. E de forma urgente.

Bibliografia:

The future of European competitiveness: A competitiveness strategy for Europe (2024)

<https://www.dn.pt/4843591072/antonio-mendonca-orcamento-em-duodecimos-e-desaconselhavel-pela-incerteza-economica/>

Por Gonçalo Nabeiro

Licenciado em Ciência Política e
Relações Internacionais | Jornalista e analista
de Política Internacional no Jornal SOL

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*



16.

DEZ/2024

O fim de uma época

Trump regressa à Casa Branca mais proteccionista, menos interessado no Ocidente e mais ideologicamente convicto. A Europa vê a aliança Transatlântica transformar-se em competição e tenta fazer amigos com quem a América fará guerras comerciais.

Os líderes políticos europeus tinham esperança que Donald Trump tivesse sido uma interrupção e Joe Biden um regresso à normalidade. Foi o contrário. Biden foi uma interrupção, Trump é um novo normal. Na política interna americana, mas também no processo de afastamento em relação à Europa. Para quem valoriza a relação transatlântica, não há nenhuma boa notícia aqui. Nem sequer a que diz que o desinteresse americano obrigará a Europa a ser mais responsável pelo seu destino. Se for com uma relação conflituosa com os Estados Unidos da América, dificilmente resultará no reforço do Ocidente.

A nova distância

O afastamento dos Estados Unidos da América (EUA) em relação à Europa começou há mais tempo que Trump e tem duas grandes explicações. Uma é geoeconómica. Uma China com uma economia mais poderosa, com crescente necessidade de matérias primas e recursos que não possui e com maior consumo interno mas, ao mesmo tempo, com necessidade de manter e aumentar a sua presença nos mercados externos, é um forte competidor da potência global americana, até agora, e desde há quase quarenta anos, praticamente única e não desafiada.

A outra explicação para o afastamento americano é mais cultural. Começando no fim da Guerra Fria, Reagan, George Bush, Bill Clinton e George

W. Bush, conheciam a Europa, experimentaram as alianças europeias e viam-se como líderes de um mundo Ocidental com raízes na História europeia. Obama, Trump ou Harris não passaram por nada disto. Não estudaram na Europa, não viveram a força das alianças europeias, não experimentaram os combates da Guerra Fria e só identificam um verdadeiro e único adversário: a China. Não admira, portanto, o afastamento. Que no caso de Trump é particularmente forte por ser, além do mais, confrontacional.

Trump não seria original se apenas quisesse a América Primeiro. Todos os presidentes pensaram assim. A diferença é que Trump acredita que para a América ser “great again” mais do que “America First”, o presidente dos Estados Unidos tem de pensar em “America Only”. O que não é coisa que caracterize o líder do mundo Ocidental. Mas esse não é um título que Donald Trump cultive.

A Ucrânia

Para a Europa, a invasão russa e a forma como termine é muito mais do que a justeza de defender um país ocupado à força e sem qualquer justificação legal ou fáctica. A Rússia não invadiu a Ucrânia por causa da NATO. Kiev não estava, nem de perto, à beira de aderir à Aliança Atlântica. Mas estava, desde 2004, a inclinar-se para a União Europeia, e isso era insuportável para Vladimir Putin. Da mesma maneira que uma Geórgia ou uma Moldávia europeístas e democráticas o são. Se a ideia pega, pode-se contagiar à Rússia, onde, por breves anos, se imaginou que poderia um dia haver uma democracia capitalista. É essa a grande ameaça à Rússia. A grande ameaça à Europa é a vitória, ou não derrota, de Moscovo.

Se Putin concluir que nada o impede de tentar de novo, ou de tentar mais, a Geórgia e a Moldávia são alvos óbvios. Mas a Lituânia, a Letónia ou a Estónia, de onde vem Kaja Kallas, a nova chefe da política externa europeia, também são possibilidades e as respectivas minorias russófonas podem ser o pretexto. Seja porque os Estados Unidos falharão na solidariedade prometida pelo artigo 5.º do Tratado do Atlântico Norte, aquele que garante que um ataque a um é um ataque a todos, seja porque a Europa sozinha não será capaz, Putin concluirá que pode impor a sua ordem de segurança no Continente. Pelo menos em parte dele, como fizeram os líderes soviéticos nas décadas que se seguiram ao fim da Segunda Guerra Mundial. Para a Europa, é tudo isto que está em causa.

Para Trump, podem estar em causa diferentes coisas. António Costa, recém-empossado Presidente do Conselho Europeu, numa entrevista ao Financial Times, aproveitou para dizer que espera que a América não saia da Ucrânia como saiu do Afeganistão. Em vergonha, entenda-se. A ideia, evidente, é tentar convencer o próximo presidente americano a mostrar que é mais forte que Biden. Pode ser um caminho. Os que o conhecem, dizem que Trump é sensível aos elogios. E Costa está a dar-lhe uma oportunidade de recebê-los. Mark Rutte, recém-empossado Secretário Geral da NATO tentou explicar-lhe que Xi Jinping pode olhar para o resultado da Ucrânia como um indicador do que pode ou não fazer em Taiwan. Talvez isso o preocupe.

Para a Europa, a defesa da Ucrânia e dos seus interesses no desfecho desta guerra pode bem definir e resumir os termos da relação futura com os Estados Unidos da América. Trump já disse que acabaria a guerra em um dia, já culpou Biden pela invasão e já elogiou a liderança e inteligência de Putin. Mas vale a pena ler o que o seu futuro conselheiro nacional da segurança, Mike Waltz, escreveu na Economist uns dias antes das eleições americanas. Resumidamente, defendeu que os Estados Unidos deviam agravar as sanções para obrigar a Rússia a negociar e que se Putin não se sentasse à mesa, então se deveria reforçar a capacidade militar ucraniana. Ou seja, o escolhido de Trump para um lugar que já foi ocupado por Carlucci, Condoleezza Rice ou Colin Powell, não defendeu a entrega da Ucrânia em troca de menos maçadas e despesa naquela frente. Mas defende que, seja ali seja no Médio Oriente, Trump não deve querer gastar tem-

po nem dinheiro com guerras que o desviem do foco na China. O dado que importa reter.

Transações que interessam

Na questão do afastamento da América e na viragem para o Pacífico, Trump não é original. Mas di-lo de forma muito mais agressiva e transaccional. Essa é a grande diferença. Trump não olha para os europeus como o líder dos aliados. Trump olha para a relação com a Europa como um comerciante faria, em termos de deve e haver.

A Europa tem uma balança comercial com a América que é muito desfavorável a Washington e não investe que chegue na sua segurança. O próximo presidente quer reverter essa situação. E tanto Úrsula von der Leyen como Christine Lagarde já perceberam o que isso significa. A presidente da Comissão está a tratar de garantir que o Fundo Europeu de Defesa não deixa de fora compras à América. Pelo menos algumas. Não vá ocorrer aos europeus investirem em defesa, mas não comprando americano. Von der Leyen também acompanha a sugestão da chefe do Banco Central Europeu de se comprar gás aos Estados Unidos, em vez de continuar a trazer da Rússia. É mais provável que seja assim, do que com retórica horrorizada, que se ganhe alguma coisa de Trump. A alternativa seria, a acrescer ao tema da Ucrânia, o alimentar de uma guerra comercial. No primeiro mandato do próximo presidente as relações comerciais transatlânticas foram difíceis. Biden resolveu, mas apenas provisoriamente, alguns conflitos, mas não deixou de ser proteccionista, como os Estados Unidos têm crescentemente sido. O *Inflation Reduction Act* (IRA) foi exactamente isso. A América já não é a campeã da globalização nem do livre-comércio. Nem mesmo com os seus aliados. Isso ficou lá atrás, onde a competição com a China começou a ser mais dura. Trump promete apenas ser ainda mais proteccionista do que Biden já foi.

Cada vez mais eleitores e mais políticos nos Estados Unidos e na Europa acreditam, a globalização que beneficiou a China, é a grande responsável pela desindustrialização e pela perda de empregos num e noutro lugar. Que só se recuperam protegendo indústrias e reduzindo comércio com competidores que produzem e vendem a mais baixo custo, entendem eleitores e eleitos. Esta é a maior de todas as transformações. Passámos os últimos 30 anos,



desde o fim da Guerra Fria e da queda do Muro de Berlim, num mundo em que o comércio internacional era a grande linha política e económica. Esse mundo acabou.

As últimas décadas viveram de energia barata, muitas exportações, especialmente alemãs, e importações a baixo custo que permitiram o acesso das classes médias a bens que não tinham. E juros tão baixos que o dinheiro não custava quase nada. O pós-pandemia e pós-invasão da Ucrânia determinou o fim do mundo do pós-Guerra Fria, feito de paz pelo comércio, globalização e crescimento económico global. Voltámos à competição, com três grandes diferenças. Interdependência entre rivais, protecionismo entre aliados e políticas que destroem as âncoras da economia europeia, da indústria automóvel à agricultura, desfazendo uma e onerando a outra. Será por boas razões, mas correm o risco de ser péssimas as consequências.

Nos inícios da década, ainda antes do COVID, a Europa convenceu-se de que deveria responder às alterações climáticas transitando, por regulação, a economia europeia para uma economia de baixo carbono. E fazê-lo mais cedo e mais depressa que os outros, para liderar as tecnologias da “economia verde”. Os carros elétricos e os painéis solares chineses, mais baratos e melhores, as matérias primas críticas que a China e os EUA procuram, e o IRA mostraram que a estratégia era simplista e pouco sustentada. E que adversários e aliados eram concorrentes ferozes. Curiosamente, a vitória de Donald Trump, que promete desinvestir na economia de resposta às alterações climáticas, pode renovar a lógica do *Green Deal* Europeu. Volta a ser possível chegar primeiro. Veremos por onde irá a Europa. O relatório de Mario Draghi, a nova Bíblia da economia europeia, que todos invocam tanto quanto criticam conforme convém ou não aos seus interesses, diz que o problema europeu é de competitividade. E, sobretudo, de falta de investimento nas indústrias tecnológicas, onde os americanos lideram destacados.

As lideranças europeias acreditam, além do mais, que precisam de ter mais amigos e aliados no mundo. Enquanto Trump ameaça tarifas, a palavra que acha mais bonita no dicionário, von der Leyen foi a correr assinar o acordo com o Mercosul.

O que pensa Donald Trump?

No dia seguinte à sua eleição os mercados reagiram positivamente. Porquê? Provavelmente, porque houve clareza. A imprevisibilidade, que se temeu que um resultado disputado gerasse, não aconteceu. E, lá está, os mercados apreciam a clareza e a não incerteza. Outra explicação será a situação económica em que Biden deixa a América. Muito melhor do que os eleitores americanos pensam. Sobre as políticas económicas de Trump, os mercados terão provavelmente tantas dúvidas quanto os analistas. Só se sabe que haverá mais tarifas, menos impostos e menos imigrantes.

Os apoiantes de Trump gostam de dizer que é um defensor do mercado, de menos estado, menos intervencionismo – o que a política comercial desmente – e inimigo das grandes empresas. Por isso é que o *establishment*, explicam, o detesta. Trump apresenta-se como um conservador *pro-business* mas muito *anti corporate* America. Duas contradições. Primeiro, porque os EUA são um país que sempre admirou o capitalismo, os vencedores e os ricos. Muito ao contrário da Europa. A outra contradição é Elon Musk, Peter Thiel, Timothy Mellon, Steve Schwarzman, Jeff Bezos, Mark Zuckerberg ou Tim Cook, alguns dos maiores apoiantes de Trump, menos ou mais discretos, não serem exactamente pequenos empresários. Mas há aí uma história que os trumpistas gostam de contar.

Não é a Corporate America que não gosta de Trump. É Trump que não gosta da Corporate America que considera rendida ao *wokism*. É a Disney com as princesas negras, é Bill Gates com uma agenda desenvolvimentista, é a Google que em certas ocasiões põe bandeiras arco-íris na home page do motor de busca. São esses os inimigos ideológicos do trumpismo. E os seus apoiantes acreditam que há um conluio conspirativo entre essas grandes empresas que beneficiaram da globalização e a agenda *woke*. Segundo eles, para esconderem as fortunas que fazem à custa da deslocalização que prejudica os trabalhadores ocidentais, as grandes empresas alimentam uma agenda cultural de extrema-esquerda, que defende mulheres, negros, homossexuais e outras excepções à maioria dominante, para assim comprarem o silêncio cúmplice

da intelectualidade.

Teorias conspirativas à parte, a verdade é que o novo normal é este: uma redefinição do partido que era da direita conservadora e liberal americana. O Partido Republicano é hoje mais estatista, intervencionista, adversário de algumas grandes empresas e detesta a globalização. E a sua vitória na América anima os que pensam assim do lado de cá do Atlântico.

No dia em que votou favoravelmente a moção de censura a Michel Barnier, proposta pela extrema esquerda, Marine Le Pen declarou que estava em curso “o fim de quarenta anos de políticas económicas desastrosas”. Estava a falar do que chamam o “neoliberalismo”. Sentado nas galerias da Assembleia Nacional Francesa, Jean-Luc Mélenchon certamente concordou. O consenso globalista acabou. Pelo menos por agora.

Por Henrique Burnay

Especialista em assuntos europeus
e *Senior Partner* da consultora Eupportunity,
mestre em Teoria e Ciência Política pelo Instituto
de Estudos Políticos da Universidade Católica
Portuguesa onde é professor convidado.

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não reflectem necessariamente a posição das
entidades a que está associado.*

*O autor escreve segundo o antigo
Acordo Ortográfico.*

17.

JUL/2025

O Futuro da Globalização: Riscos, Reconfiguração e Renovação

As forças divergentes que hoje moldam a economia global estão associadas a mudanças estruturais nos padrões de comércio, investimento e organização das cadeias de valor. Estas dinâmicas refletem tensões entre integração e fragmentação, com implicações distintas consoante a posição geoeconómica e o perfil produtivo de cada país. E também tornam mais visíveis as dificuldades de coordenação internacional, num contexto em que os interesses dos principais blocos económicos se afastam e a competição estratégica se intensifica.

Uma breve história da globalização

A globalização avançou por vagas. A primeira, no final do século XIX, foi alimentada pela Revolução Industrial. A transição para economias mais urbanas e industriais, associada à redução dos custos de transporte, expandiu os fluxos comerciais com base nas vantagens comparativas dos países. Esta fase terminou abruptamente com as guerras mundiais e o ressurgimento do protecionismo.

A segunda vaga emergiu no pós-guerra. O bloco ocidental promoveu integração profunda, suportada pelos acordos de Bretton Woods e pelas instituições multilaterais. As economias mudaram: a produtividade manufactureira aumentou, os serviços ganharam peso, e as classes médias cresceram. A globalização passou a ter um rosto institucional e regras claras.

A terceira vaga - a era da hiperglobalização, entre 1990 e 2008 - foi impulsionada por tecnologia, liberalização comercial e o colapso do bloco soviético. Multinacionais dividiram a produção globalmente. O conhecimento circulou. A industrialização chegou a países em desenvolvimento. O comércio

cresceu mais rápido do que o PIB.

Entre 1986 e 2008, o comércio mundial duplicou em relação ao PIB global. As tarifas impostas às importações caíram para uma média de 5,2%. Os custos de transporte diminuíram, em grande parte devido aos progressos no transporte em contentores e o avanço do transporte aéreo de mercadorias. A incerteza política foi atenuada pela consolidação de regras multilaterais, às quais aderiram um número crescente de países — sendo particularmente marcante a entrada da China na OMC em 2001. Foi um momento único na diminuição da desigualdade entre países - mas não dentro deles.

A globalização sob ataque

Após a crise financeira de 2008, esse ímpeto globalizador perdeu força. O crescimento do comércio desacelerou. O Brexit, as tensões EUA-China, a pandemia e a guerra na Ucrânia colocaram em causa os fundamentos da ordem internacional existente. Cadeias de valor foram interrompidas. O intervencionismo e o protecionismo voltaram ao centro.

A pandemia foi um ponto de viragem. Expôs a fragilidade da interdependência entre economias. Empresas passaram a repensar cadeias longas. O setor dos serviços ganhou peso. A fragmentação da produção global em cadeias de valor deixou de ser sinónimo de eficiência garantida.

A maioria dos economistas viu este abrandamento como inevitável. A hiperglobalização foi exceção. Mas persiste a questão: pode o comércio continuar a crescer sistematicamente acima do PIB? Será sustentável um grau de abertura superior a 100% do produto global?

Desafios atuais

O mundo enfrenta agora novos desafios. A inteligência artificial e a digitalização tornam os serviços mais transacionáveis, mas reduzem a importância da arbitragem salarial. A intervenção estatal regressou. Tarifas, subsídios, controlos à exportação e incentivos ao *reshoring* tornaram-se frequentes. O peso dos países do G7 no comércio internacional diminuiu. A rivalidade entre grandes potências assume contornos comerciais. A eficiência deixou de ser o único critério.

Economias emergentes já não oferecem as mesmas vantagens de custo. A competitividade desloca-se para áreas como qualificação da força de trabalho, inovação tecnológica e capacidade institucional.

Quatro tendências estruturais marcam o presente: cadeias de valor mais curtas e estratégicas; o peso crescente dos serviços; o questionamento da função internacional do dólar; e a necessidade de adaptar instituições multilaterais a um novo equilíbrio global.

O crescimento global deverá rondar os 3,3% em 2025-26, abaixo da média histórica de 3,7%. As tensões geopolíticas, a persistência da inflação em alguns blocos e a fragmentação comercial estão a penalizar o investimento direto estrangeiro, e o comércio internacional. A incerteza nas políticas comerciais permanece elevada, limitando decisões de médio prazo por parte das empresas. Em simultâneo, os países em desenvolvimento enfrentam dificuldades acrescidas: níveis elevados de dívida, acesso desigual a financiamento e uma desaceleração do comércio de bens manufaturados.

O comércio cresce menos que no passado, e com maior incerteza. Quase metade do crescimento recente foi impulsionado por serviços e produtos digitais, mas essa transição exige investimentos em conectividade, educação e infraestrutura tecnológica que estão longe de ser universais.

A economia digital recompensa escala, talento e infraestrutura — nem todos os países estão preparados para competir nessas frentes. Este padrão sugere que o comércio internacional poderá continuar a desempenhar um papel relevante na organização da produção global. Automatização

e deslocalização são agora complementares. Empresas que automatizam tendem a importar mais bens intermédios. O *reshoring* implica custos fixos significativos.

Neste contexto, os paralelos com o período entre guerras tornam-se tentadores. Mas o mundo atual é mais interdependente, tecnologicamente mais integrado, e institucionalmente mais robusto. Além disso, as economias emergentes têm hoje maior peso relativo e progrediram significativamente em direção à fronteira tecnológica. Os custos de fragmentação são mais elevados — mas também mais difíceis de evitar.

A perceção pública sobre a globalização deteriorou-se, sobretudo nas economias avançadas. A desigualdade entre pessoas dentro do mesmo país aumentou em muitos casos, enquanto a desigualdade global — entre países — diminuiu, refletindo o rápido crescimento de várias economias emergentes. Ao mesmo tempo, os sistemas fiscais tornaram-se menos redistributivos. Mesmo em economias tradicionalmente abertas, a ausência de mecanismo de compensações eficazes não contém o ímpeto por medidas protecionistas.

As guerras comerciais poderão ser geridas se levarem apenas a uma realocação parcial da produção. Mas um conflito comercial global teria custos significativos para o crescimento, o investimento e a estabilidade. Evidência empírica recente mostra que tarifas aplicadas em 2018 foram integralmente suportadas por consumidores e importadores no país de origem, com perdas líquidas de bem-estar e impactos limitados na reconfiguração produtiva.

Tecnologias emergentes podem oferecer um novo impulso à integração. Mas esse futuro será mais assimétrico: baseado em dados, capacidades intangíveis e redes de confiança. O comércio está a tornar-se seletivo. A geopolítica filtra as decisões económicas.

Num contexto de fragmentação e incerteza, a evolução da cooperação internacional dependerá da gestão das interdependências entre economias com preferências cada vez mais divergentes. Estratégias comerciais que privilegiam apenas objetivos nacionais podem enfraquecer os próprios fundamentos do crescimento. O reforço da resiliência económica dependerá menos de tarifas e subsídios, e mais da capacidade de inovar, quali-



ficar e adaptar estruturas produtivas a um mundo em transformação.

Por Prof. Doutora Joana Silva

Economista-Chefe Adjunta do Banco Mundial,
Professora Associada na Católica *Lisbon School*,
investigadora no Centro de Investigação
em Política Económica e diretora do Centro
de Investigação para a Prosperidade.

*As opiniões expressas vinculam apenas o autor
e não refletem necessariamente a posição
das entidades a que está associado.*

DISCLAIMERS

Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.

A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura.

A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta dos Documentos Constitutivos dos Fundos, disponíveis em www.cmvm.pt e www.caixagestaodeativos.pt.

Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.





JUNTE-SE A NÓS.
CONSTRUA O SEU **FUTURO** COM QUEM CUIDA DO **PRESENTE**.



Caixa Gestão de Ativos



Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Av. João XXI, 63
1000-300 Lisboa
Portugal

C.R.C.L. e Contribuinte 502 454 563
Capital Social 9.300.000 €

Contactos
E-mail: cxg@cga.pt