

IM04

INFORMAÇÃO MENSAL

ABRIL 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

OPINIÃO

O momento da política fiscal

A vez dos bancos centrais

MERCADOS FINANCEIROS

Fed e BCE em diferentes fases de normalização

Rússia põe em xeque o cenário do petróleo mundial

ECONOMIA INTERNACIONAL

A dependência europeia em relação à Rússia: uma questão primordial

Impacto da guerra nos cenários económicos: menor crescimento e mais inflação

ECONOMIA ESPANHOLA

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia irá abrandar a recuperação da economia

Chaves do Plano de Choque: que medidas serão tomadas para mitigar o impacto da guerra na Ucrânia?

ANÁLISE DE IMPACTO ECONÓMICO DA CRISE DA UCRÂNIA EM PORTUGAL

Portugal: Qual o impacto do conflito na Ucrânia no crescimento?

Portugal: os primeiros ricochetes da guerra na Ucrânia

INFORMAÇÃO MENSAL

Abril 2022

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

BPI Research (UEEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Clàudia Canals e Nuria Bustamante

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

31 de março de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Fed e BCE em diferentes fases de normalização*

11 *Rússia põe em xeque o cenário do petróleo mundial*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *A dependência europeia em relação à Rússia: uma questão primordial*

19 *Impacto da guerra nos cenários económicos: menor crescimento e mais inflação*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Portugal: Qual o impacto do conflito na Ucrânia no crescimento?*

26 *Portugal: os primeiros ricochetes da guerra na Ucrânia*

29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *A guerra entre a Rússia e a Ucrânia irá abrandar a recuperação da economia*

32 *O aumento dos preços da energia é também um fardo para o saldo da balança corrente de Espanha*

33 *Chaves do Plano de Choque: que medidas serão tomadas para mitigar o impacto da guerra na Ucrânia?*

O momento da política fiscal

O forte aumento do preço da energia e de várias matérias-primas afetará a nossa capacidade produtiva e de consumo. É evidente que tal já está a acontecer. Sejam claros: de um modo geral, toda a população europeia ficou mais pobre. Como somos grandes importadores destes bens, e atualmente estes estão mais caros, podemos gastar menos noutras coisas.

Mas não é só isso. O aumento do preço destes produtos afeta alguns setores de forma muito diferente de outros. Os que consomem mais energia são os que mais sofrem com o aumento do custo da mesma. Vários subsectores agroalimentares estão também a sofrer com o aumento acentuado de várias matérias-primas fundamentais para o seu processo produtivo. Os diferentes tipos de famílias são também afetados de uma forma muito assimétrica. As famílias com rendimentos mais baixos gastam a maior parte dos seus recursos em bens básicos, que são precisamente aqueles cujo preço mais está a aumentar.

Mais uma vez, a política económica torna a ser fundamental para enfrentar uma situação extremamente complexa. Nas duas últimas crises, a política monetária desempenhou um papel muito importante: verificou-se uma redução das taxas de juro para níveis negativos e foram compradas grandes quantidades de ativos nos mercados financeiros.

Porém, desta vez a política monetária não pode, nem deve, ser o principal instrumento para enfrentar a crise resultante da guerra na Ucrânia. Não pode, porque as taxas de juro já se encontram em níveis muito baixos. Nem pode também porque uma inflação elevada obriga os bancos centrais a agirem com a máxima cautela. Qualquer movimento que coloque em causa o seu compromisso para com a estabilidade dos preços poderia fazer com que o choque inflacionista se tornasse mais dispendioso e mais difícil de controlar.

Em contrapartida, se os bancos centrais não reagissem ao aumento dos preços e dessem sinais de que toleram níveis de inflação mais elevados, anteciparíamos que a inflação estaria provavelmente acima do objetivo do BCE não apenas hoje, mas também no futuro. Esta situação colocaria em risco a ancoragem das expectativas de inflação, levando a efeitos de segunda ordem sob a forma de pressões salariais e aumentos de preços mais persistentes para suportar as margens empresariais. No fundo, o poder de compra da população não mudaria, mas passaríamos a viver num mundo com uma inflação mais elevada, o que muito provavelmente provocaria uma resposta mais contundente por parte do banco central para recuperar o controlo.

Além disso, a política monetária não é o instrumento mais apropriado para combater as crises económicas que afetam diferentes setores e diferentes grupos de formas muito distintas. Quando os bancos centrais alteram as taxas de juro, alteram as condições financeiras para toda a população e não apenas para setores ou grupos específicos. Acima de tudo, esta é uma crise assimétrica. Assim, a política fiscal deve ter um papel central e, para além de tentar travar o impacto, deve também tentar distribuir o choque da forma mais equitativa possível entre a população.

Por conseguinte, um princípio que deve ser seguido nas medidas a tomar nesta crise é que estas devem ser fragmentadas e centradas nos setores e grupos mais afetados. Além disso, considerando o elevado nível da dívida pública e a natureza transitória que esperamos que esta crise tenha, devem ter uma duração delimitada, para que a despesa pública não aumente de forma estrutural. De facto, seria preferível que fossem acompanhadas por um planeamento fiscal a médio prazo para resolver quaisquer dúvidas relativamente à sustentabilidade da dívida pública.

É igualmente importante que as medidas tomadas procurem, na medida do possível, assegurar que o choque inflacionista tenha uma duração tão curta quanto possível. Neste sentido, em alguns casos, podem ser preferíveis medidas limitadas que ajudam diretamente as empresas a atenuar o forte aumento dos seus custos de produção do que medidas que compensem as famílias pelo aumento dos preços. Se a pressão sobre o aumento dos preços for resolvida diretamente, a probabilidade dos chamados efeitos de segunda ordem, que prolongam o choque inflacionista, é menor. Os recentemente anunciados subsídios a fundo perdido para apoiar empresas intensivas de gás natural, fazem parte deste universo de intervenções.

Assim, o leque de medidas a considerar é muito amplo e inclui também ajustes nas taxas de impostos, ajudas diretas aos setores e grupos mais afetados, e um pacto de rendimentos que distribua da melhor forma os custos desta crise entre a população e as empresas e evite o prolongamento das pressões inflacionistas. Grande parte das medidas aprovadas pelo governo vão nesta direção e terão de ser ajustadas em função da evolução do conflito e do seu impacto económico.

Para além da resposta da política económica a curto prazo, essencial para atenuar o impacto, esta crise mostra-nos uma fonte importante de vulnerabilidade da economia portuguesa: a elevada dependência energética. É imperativo acelerar ao máximo o programa de transição energética já concebido sob a alçada dos fundos NGEU, se necessário redefinindo o calendário para a sua implementação e utilizando ao máximo os fundos disponíveis. Tanto a curto como a médio prazo, é o momento da política fiscal.

Cronologia

MARÇO 2022

- 1-31** A guerra na Ucrânia, as negociações de paz e as sanções continuam.
Crise dos refugiados (mais de 4 milhões de ucranianos refugiaram-se fora da Ucrânia).
- 23** Os Talibãs mantêm um veto ao ensino secundário para as mulheres.

JANEIRO 2022

- 1** Sexta vaga de COVID em Portugal.
- 23** Uma delegação talibã inicia conversações com as potências europeias e os EUA em Oslo.
- 25** Portugal submete pedido para recebimento de 1.16 mil milhões de euros no âmbito do NGEU.
- 24** O telescópio James Webb chega ao seu destino final para estudar a origem do universo.
- 30** Em Portugal, PS ganha eleições legislativas com maioria absoluta.

NOVEMBRO 2021

- 13** A Cimeira do Clima COP26 encerra um novo acordo climático.
- 15** Crise migratória na fronteira entre a Bielorrússia e a Polónia.
- 22** Novas restrições à mobilidade na Europa e propagação da variante ómicron.

FEVEREIRO 2022

- 1-23** Aumento das tensões entre a Rússia e o Ocidente pelas manobras militares na fronteira russo-ucraniana.
- 24** Invasão russa da Ucrânia.
Início das sanções internacionais impostas à Rússia.

DEZEMBRO 2021

- 8** A tensão na crise da Ucrânia está a aumentar.
- 28** Atinge-se um acordo na reforma laboral em Espanha.

OUTUBRO 2021

- 3** O Consórcio Internacional de Jornalistas publica a sua investigação sobre contas em paraísos fiscais: Pandora Papers.
- 15** A variante delta plus da COVID-19 começa a expandir-se.
- 30** Cimeira do G-20 na qual é votado em referendo o imposto mínimo global sobre as empresas.

Agenda

ABRIL 2022

- 4** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 8** Portugal: volume de negócios na indústria (fevereiro).
Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 12** Espanha: contas financeiras (4T).
- 14** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 18** China: PIB (1T).
- 28** Espanha: avanço do IPC (abril).
Espanha: inquérito à população ativa (1T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
EUA: PIB (1T).
- 29** Espanha: avanço do PIB (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (março).
Portugal: avanço do PIB (1T).
Portugal: avanço do IPC (abril).
Portugal: volume de negócios no comércio (março).
Zona Euro: PIB (1T).

MAIO 2022

- 3** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
Portugal: índice de produção industrial (março).
- 3-4** Comité Federal de Mercado Aberto.
- 6** Espanha: índice de produção industrial (março).
Portugal: *rating* Fitch.
- 11** Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 13** Portugal: índice de custos de mão de obra (1T).
- 17** Espanha: comércio externo (março).
- 19** Portugal: indicadores coincidentes (abril).
- 20** Portugal: *rating* da Moody's.
Japão: PIB (1T).
- 26** Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
- 30** Espanha: evolução do CPI (maio).
Espanha: execução orçamental do Estado (abril).
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 31** Portugal: distribuição do PIB (1T).

A vez dos bancos centrais

O trabalho do banqueiro central tornou-se cada vez mais complicado nos últimos anos, não só devido à dificuldade de conciliar os objetivos de crescimento, inflação e estabilidade financeira, mas também devido ao desafio colocado pelo encadeamento de três grandes crises de natureza muito diversa na última década e meia (financeira, COVID e conflito militar), com efeitos heterogêneos na dinâmica dos preços. Se há dois anos a preocupação das autoridades monetárias de ambos os lados do Atlântico ainda era o risco de deflação, o que forçou o uso abusivo de ferramentas não convencionais para tentar sair da armadilha da liquidez, agora o desafio é como lidar com o processo mais intenso de aumento de preços das últimas quatro décadas. Atualmente ainda está em vigor a maior execução de política monetária expansionista da história e a recente mudança de estratégia dos dois maiores bancos centrais do mundo, que, não esqueçamos, se destinava a facilitar um ajustamento ascendente das expectativas de inflação, ainda está a ser testada. Trata-se de lidar com um choque da oferta, tentando minimizar os efeitos na atividade e na estabilidade financeira do caminho inevitável para a neutralidade.

Além disso, o problema é que o aumento dos preços das matérias-primas como resultado do conflito na Ucrânia é desencadeado quando a inflação já revelava os efeitos de estrangulamentos nas cadeias de produção globais há mais de um ano. Por outras palavras, o momento do impacto difere de outros episódios semelhantes nas últimas décadas, pois coincide com uma inflação superior a 5% na maioria dos países desenvolvidos, após meses de surpresas negativas no comportamento dos preços.

A realidade é que quando combinamos uma oferta global incapaz de se adaptar à retoma da procura, estrangulamentos em partes muito sensíveis das cadeias de abastecimento globais, aumentos acentuados dos preços matérias-primas (não só da energia), incerteza geopolítica e bancos centrais atrás da curva, o *cocktail* é uma ameaça à ancoragem das expectativas de preços, amplificando os riscos de efeitos de segunda ordem na dinâmica dos preços. O problema com a inflação atual deve-se a ter muitas “camadas” e à dificuldade de discernir se os aumentos de preços atingem até as componentes tendenciais, mesmo utilizando medidas tradicionais de inflação de base.

Assim, os bancos centrais concentram a sua preocupação nos efeitos da guerra sobre o desempenho da inflação, enquanto o seu impacto no crescimento se afigura como

uma preocupação secundária que deve, de qualquer modo, ser abordada através da política fiscal e de rendimentos. Não esqueçamos que a autonomia dos bancos centrais, os seus objetivos, estratégia e configuração atual são um produto dos choques petrolíferos dos anos 70. Ou antes, dos erros iniciais na resposta de política económica que levaram a uma espiral inflacionista e a um processo de estagflação. Portanto, teoricamente, a lição deveria estar bem aprendida.

É precisamente este sólido quadro institucional, criado nos anos 80 em resposta a uma situação semelhante à atual, que deveria imunizar contra os riscos de desequilíbrios macroeconómicos, e isto é compreendido pelos investidores, que antecipam uma normalização suave da política monetária. E, esta é a chave. As taxas de juro já sobem de forma generalizada ao longo da curva de rendimentos, mas este aperto das condições financeiras ocorre com custos mínimos em termos de estabilidade do mercado. Mesmo com algumas surpresas positivas, como o bom desempenho dos mercados bolsistas após o ajustamento inicial depois do início da guerra. Por este motivo, por enquanto, o preço que os bancos centrais pagam por estarem um pouco atrás da curva no início das hostilidades não é muito significativo. Acresce o facto da Fed acelerar a retirada dos estímulos, visto que após a primeira subida em março antecipa mais seis subidas este ano e, sobretudo, uma taxa de juro no final do processo acima do nível de longo prazo considerado neutro (2,4%, conforme a própria instituição). Este é o primeiro reconhecimento por um grande banco central da necessidade de entrar na zona de restrição para resolver os atuais problemas de preços.

Em última análise, a questão não é se irão aumentar as taxas de juro (já o estão a fazer), mas sim quanto será necessário para manter as expectativas de inflação ancoradas após o impacto energético. Assim, mais de uma década após o último endurecimento monetário na Europa (agosto de 2011), parece que a flecha está no arco e agora resta apenas decidir o momento mais apropriado para atirar. A partir daí, a questão-chave é como uma combinação de taxas de juro, inflação e incerteza em níveis muito mais elevados do que aquelas as que estamos habituados irá interagir com economias altamente endividadas.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,68	1,75	0,25	0,25	2,00	2,50
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	2,30	2,55
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	2,70	3,00
Dívida pública 2 anos	3,70	0,96	1,63	0,13	0,62	2,25	2,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	2,75	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	-0,48	0,15
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	-0,49	0,17
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	-0,42	0,27
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	-0,27	0,43
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	-0,13	0,60
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	-0,15	0,50
Dívida pública 10 anos	4,30	1,69	-0,27	-0,57	-0,31	0,25	0,80
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	0,63	1,13
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	0,81	1,27
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	1,45	1,80
Prémio de risco	11	171	71	62	73	120	100
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	0,65	1,22
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	0,89	1,40
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	1,35	1,80
Prémio de risco	19	334	67	60	65	110	100
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,10	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,83	0,84
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,5	65,2	50,2	74,8	93,5	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	85,0	69,6

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	2,8	-3,1	6,1	3,6	3,7
Países desenvolvidos	2,7	1,4	1,7	-4,5	5,3	3,1	2,7
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	3,2	2,6
Zona Euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,6	3,1
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,9	1,2	2,8
França	2,2	0,9	1,8	-8,0	7,0	2,9	2,3
Itália	1,5	-0,4	0,5	-9,1	6,6	2,4	2,0
Portugal	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,2	2,8
Espanha	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	3,8
Japão	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	2,3	1,5
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,4	7,5	3,2	1,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,7	4,0	4,6
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
Índia	7,2	6,9	4,8	-7,0	8,9	7,3	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,4	-4,1	5,3	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,2	4,8	2,5	2,3
Rússia	7,2	1,1	1,3	-3,1	4,7	-8,1	-0,3
Turquia	5,4	4,9	0,9	1,6	11,0	3,3	3,9
Polónia	4,2	3,5	4,8	-2,5	5,7	4,3	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,5	6,0	3,3
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,4	5,3	1,9
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,2	4,7	6,5	2,2
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	5,3	1,5
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	5,3	1,6
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	4,0	1,3
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	5,2	1,5
Portugal	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	5,4	1,8
Espanha	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	6,8	1,1
Japão	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,9	0,7
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	5,5	1,7
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,1	5,8	6,9	4,8
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	1,7
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,0	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	7,5	3,5
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	5,7	3,5
Rússia	14,2	8,2	4,5	4,9	6,3	14,0	7,5
Turquia	27,2	9,1	15,5	14,6	17,3	19,6	11,0
Polónia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	7,6	4,6

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,3	3,3	-7,1	4,5	4,0	2,5
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,8	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-1,2	5,4	-2,7	6,4	4,4	6,6
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	12,5	5,5	6,3
Construção	-1,5	-3,5	7,7	1,6	4,0	2,7	3,7
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	4,8	3,9	2,9
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,1	-18,7	13,1	11,3	12,5
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	5,0	-12,2	12,9	9,5	12,2
Produto interno bruto	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	4,2	2,8
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,0	0,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	6,7	6,5
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	0,3	0,0	1,3	5,4	1,8
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-1,1	-1,0	-0,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	1,3	1,9
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,8	-2,8	-2,9	-1,5

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2018	2019	2020	2021	2022	2023
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,1	0,9	-12,2	4,7	3,5	4,3
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,2	0,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,5	4,3	3,1	5,4
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	2,3	4,9
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	1,8	5,7
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,2	-0,3	1,3	-9,0	5,1	3,7	3,5
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,1	14,7	9,9	3,7
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,8	3,2
Produto interno bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	3,8
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,7	3,8	2,9
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,6	12,5
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	6,8	1,1
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	5,0	1,1	2,2	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,4	1,2	1,9	1,2	1,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,2

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

Previsões

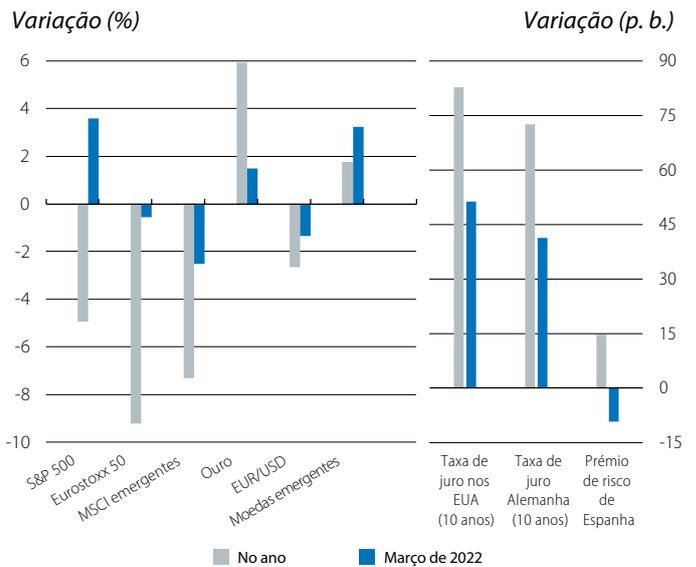
O risco de estagnação infiltra-se nos mercados financeiros

Mês tumultuoso marcado pelo risco geopolítico e pela retirada dos estímulos. Os mercados financeiros continuaram a operar num cenário de elevada incerteza e volatilidade à medida que os investidores avaliavam as implicações da guerra no crescimento económico, na inflação e na retirada dos estímulos monetários. De acordo com dados preliminares, a crise parece estar a agravar as pressões ascendentes nos preços, através do aumento dos preços das matérias-primas e dos estrangulamentos, ao mesmo tempo que a recuperação da procura diminui. Neste contexto, os bancos centrais optaram por acelerar as estratégias de normalização da política monetária (ver Focus «Fed e BCE, em diferentes fases da normalização» nesta edição da *Informação Mensal*). Nos mercados, estes fatores refletiram-se em movimentos ascendentes nas expectativas de inflação e nas taxas soberanas, bem como na força do dólar face ao euro. Por sua vez, as bolsas recuperaram algumas das suas perdas recentes, embora num contexto de elevada incerteza relativamente à evolução dos lucros empresariais.

Os mercados de commodities permanecem sob pressão. A incerteza sobre o fornecimento por parte da Rússia manteve os preços das matérias-primas em níveis historicamente elevados, não apenas na energia, mas também nos metais industriais e bens agrícolas. Assim, o preço do barril de petróleo Brent ultrapassou os 120 dólares, níveis não vistos nos últimos 10 anos. Por sua vez, o preço do gás natural europeu (TTF holandês) também registou um aumento acentuado, acumulando uma valorização de 79% desde o início do ano. A subida de preços levou a pressões entre os países consumidores para considerarem alternativas de abastecimento. A UE anunciou acordos com os EUA para a venda de gás natural liquefeito, enquanto as negociações se intensificaram sobre um possível acordo nuclear com o Irão. Entretanto, a OPEP e os seus aliados mantiveram o seu rumo em relação ao aumento gradual da sua produção de petróleo bruto. Em suma, os anúncios não parecem ser suficientes para inverter a forte subida registada nos preços desde o início do ano (ver Focus «A Rússia põe em xeque o cenário do petróleo mundial» nesta edição da *Informação Mensal*).

A Fed prevê aumentar as taxas de juro oficiais pelo menos sete vezes este ano. Relativamente à política monetária, a Reserva Federal dos EUA foi um dos primeiros bancos centrais das economias avançadas a responder ao conflito na Ucrânia com uma antecipação na sua estratégia de retirada de estímulos. Assim, na reunião de março, o banco central não só anunciou a primeira subida das taxas de juro oficiais (de 25 p. b. para o intervalo 0,25%-0,50%), como também alertou que prevê subidas semelhantes em cada uma das seis reuniões restantes este ano, bem como a subida da taxa média acima do nível a longo prazo em 2023 (estimada em 2,4%, segundo a Fed). Também confirmou o início da redução gradual da dimensão do balanço no próximo verão. Desde a reunião de março, as decla-

Variáveis financeiras selecionadas



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

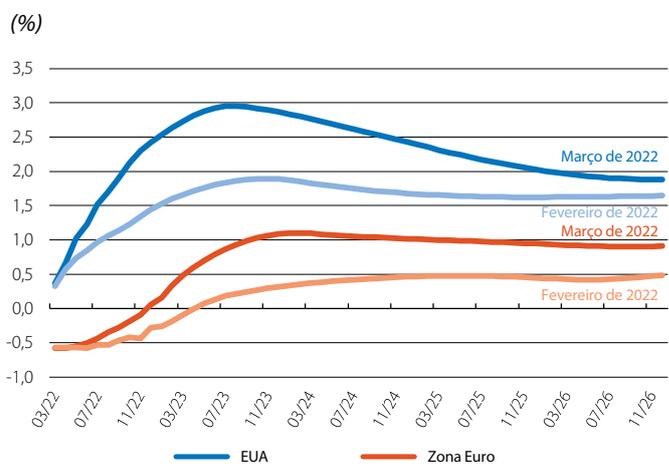
Matérias-primas

	Medida	Preço	Variação (%)	
			Último mês	No ano
Commodities	Índice	124,4	8,6	25,5
Energia	Índice	45,7	16,0	47,8
Brent	\$/barril	107,9	6,9	38,7
Gás Natural (Europa)	€/MWh	125,9	27,7	79,0
Metais preciosos	Índice	234,0	2,7	6,8
Ouro	\$/onça	1.937,4	1,5	5,9
Paládio	\$/onça	2.268,0	-9,0	19,1
Metais industriais	Índice	212,0	12,0	22,6
Alumínio	\$/Tm	3.491,0	3,6	24,3
Níquel	\$/Tm	32.107,0	32,2	54,7
Agrícola	Índice	72,8	4,0	19,8
Soja	\$/bushel	1.618,3	-1,6	21,8
Trigo	\$/bushel	1.006,0	8,4	30,5

Nota: Dados no final do período.

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

Expectativas para as taxas de juro de referência da Fed e do BCE



Nota: Forwards sobre o EFFR e a taxa de juro OIS da zona euro derivados a partir de curvas de taxas de juro de mercado.

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

rações dos membros do FOMC tendem a favorecer aumentos mais agressivos das taxas para conter a inflação. Como resultado, os investidores reviram em alta as suas previsões das taxas oficiais, enquanto a curva do Tesouro dos EUA tendeu a estabilizar.

O BCE também está a acelerar a retirada dos estímulos, mas a um ritmo mais lento. Por sua vez, o BCE também surpreendeu de forma *hawkish* em março ao anunciar um avanço na redução das compras líquidas de ativos, na sequência de uma revisão em alta das previsões de inflação. Assim, realizar-se-ão compras de 40.000 milhões de euros ao abrigo do APP em abril, 30.000 milhões em maio e 20.000 milhões em junho, uma revisão substancial face ao anunciado em fevereiro. No futuro, as compras dependerão da evolução dos dados, mas o BCE esclareceu que estas poderão terminar durante o 3T. Em relação às taxas oficiais, o BCE espera efetuar o primeiro aumento «algum tempo depois» do fim das compras líquidas. Com isto em mente, os discursos dos membros do BCE nas últimas semanas revelaram importantes divergências no Conselho de Governadores sobre quando será o momento de iniciar o ciclo de aumentos, embora pareça haver consenso de que o processo deve ser gradual e flexível, ao contrário do que foi anunciado pela Fed. Os mercados monetários preveem que o BCE avançará com aumentos de pelo menos 50 p.b. até ao final do ano. Por sua vez, o Banco de Inglaterra anunciou uma nova subida de taxas de 25 p.b., embora tenha sido cauteloso quanto a medidas adicionais.

Entretanto, os investidores vendem obrigações soberanas e compram ações. Como indicado anteriormente, a retórica *hawkish* dos bancos centrais e o aperto nas pressões inflacionistas levaram a um aumento acentuado nas taxas da dívida soberana, principalmente através do aumento das expectativas de inflação. Deste modo, a rentabilidade do *bund* alemão atingiu os 0,6%, um máximo nos últimos quatro anos, enquanto os prémios de risco da dívida da periferia da zona euro se mantiveram estáveis. Além disso, a S&P confirmou o *rating* soberano de Portugal em BBB, e manteve a sua perspetiva «estável». O movimento de *sell-off* na dívida soberana tendeu a favorecer as bolsas internacionais, principalmente nos EUA, onde o sentimento dos investidores foi apoiado pela solidez dos dados económicos.

Os mercados emergentes sofrem turbulência em março. Em Moscovo, o índice bolsista de referência (MOEX) registou um aumento de 9% desde a sua reabertura parcial a 24 de março, enquanto o rublo atenuou as perdas face ao euro e ao dólar, apoiado em parte pelos pagamentos atempados do serviço da dívida externa e pelo anúncio de Putin de exigir o pagamento do gás em rublos. Noutros mercados emergentes, as moedas também recuperaram face ao dólar, embora o aperto nas pressões inflacionistas e a narrativa mais *hawkish* da Fed tenham levado alguns bancos centrais a aprovar novos aumentos das taxas oficiais. Por último, na China, as autoridades mostraram-se a favor de novas medidas de apoio à economia e aos mercados, anúncios que apoiaram a bolsa e o yuan e ajudaram a suavizar o efeito negativo do surto de COVID.

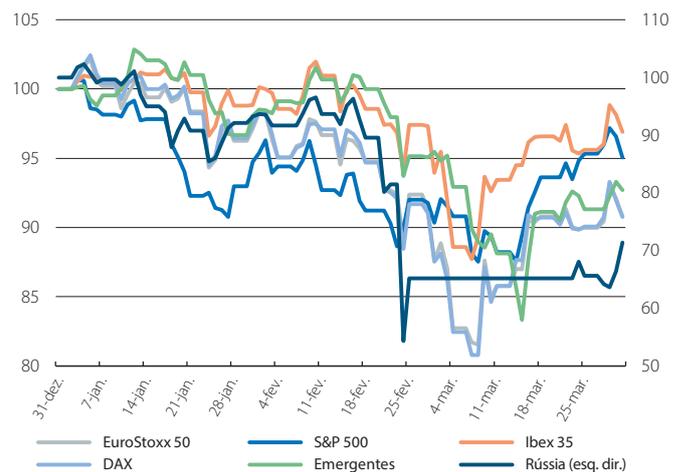
Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: EUA, Espanha, Itália e Portugal, escala direita. Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Eurostat e da Comissão Europeia.

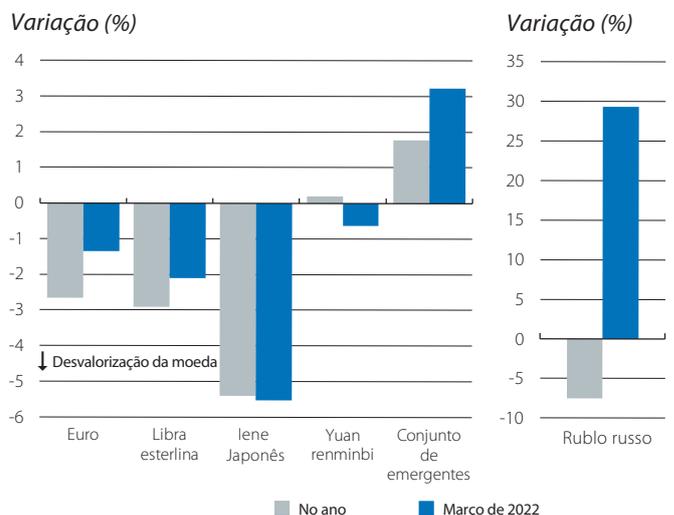
Principais índices bolsistas

Nível (100 = 31 de dezembro de 2021)



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

Moedas face ao dólar



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

Fed e BCE em diferentes fases de normalização

A inflação nas principais economias avançadas encontra-se em níveis invulgarmente elevados. Para isto contribuíram, entre outras coisas, o aumento dos preços da energia e os estrangulamentos resultantes das restrições da oferta para responder à rápida recuperação da procura de bens. Neste contexto, os bancos centrais estão agora no processo de normalização da política monetária, embora a ritmos diferentes. Em março, a Reserva Federal dos EUA aumentou as taxas de juro em 0,25 p.p., anunciou que esperava empreender um ciclo de subidas muito mais agressivo do que o verificado entre 2015 e 2018 e sugeriu que a redução do balanço poderia começar entre maio e junho. Em contraste, o BCE apenas antecipou que iria aumentar o balanço de forma mais gradual e possivelmente mantê-lo constante a partir do 3T, uma decisão que deve preceder a futuros aumentos das taxas de juro.

As diferenças entre a Fed e o BCE

Vários elementos explicam o diferente momento no processo de normalização dos dois bancos centrais. O primeiro é a diferença na origem das pressões inflacionistas. Embora a inflação elevada nos EUA e na zona euro partilhe algumas causas, tais como o aumento dos preços da energia, nos EUA a inflação subjacente situa-se em taxas muito mais elevadas (6,4% em comparação com 3,0% na zona euro). Um fator fundamental que explica a maior inflação subjacente nos EUA é uma maior incidência dos estrangulamentos, consequência de apoios fiscais diretos, maiores e mais generosos, comparativamente com a zona euro. Além disso, o mercado de trabalho, fundamental para explicar as pressões inflacionistas a médio prazo, encontra-se numa situação de muito maior tensão nos EUA do que na zona euro. Embora a taxa de desemprego em ambas as regiões se situe abaixo do nível pré-pandemia, nos EUA alguns indicadores apontam para uma pressão muito maior (por exemplo, os aumentos salariais nos EUA ultrapassam os 5%, enquanto na zona euro são inferiores a 2%).¹

O segundo elemento que explica a resposta mais agressiva da Fed em comparação com a do BCE é o menor impacto da guerra da Ucrânia na economia dos EUA. Dada a sua distância e a menor dependência energética da Rússia,² a economia dos EUA está mais protegida do impacto da guerra do que a zona euro, embora os seus efeitos também se façam sentir tanto através do aumento dos preços da energia, como da diminuição da confiança dos agregados familiares e das empresas.

1. Para mais informações, ver «A Grande Renúncia: mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?» na IM02/2022.

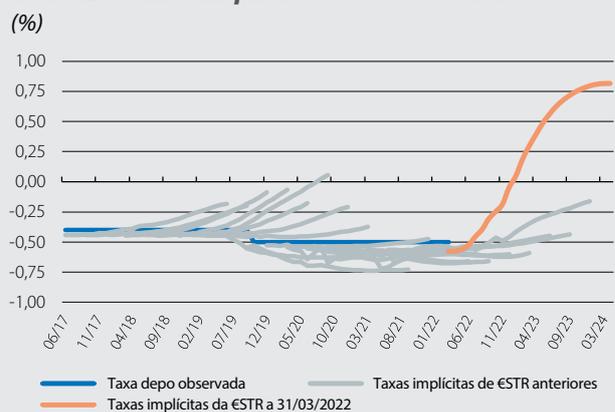
2. De facto, os EUA são um exportador líquido de energia segundo os dados da Administração de Informação de Energia dos EUA.

Zona Euro: expetativas de inflação a longo prazo e preço do petróleo



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

Zona Euro: taxa sobre a facilidade de depósitos do BCE e taxas implícitas sobre a € STR



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

É evidente que o BCE e a Fed se encontram em situações diferentes. O BCE está preocupado com as pressões inflacionistas, mas convencido de que não é demasiado tarde para evitar que a inflação ultrapasse o seu objetivo a médio prazo. A Fed considera que provavelmente se encontra já atrasada e está preocupada com a possibilidade de ter de enfrentar uma dinâmica de preços diferente dos seus objetivos.

BCE: evitar o descarrilamento das expectativas de inflação

Assim, dado o seu objetivo de inflação, o BCE está a retirar os estímulos monetários de forma muito mais gradual comparativamente aos seus homólogos de outras economias avançadas, mas parece determinado a normalizar a sua política monetária. Por exemplo, em termos de compras de ativos, o BCE adquiriu ao abrigo do APP e do PEPP um total de 1,11 e 1,09 biliões de euros em 2020 e 2021, respetivamente, enquanto que em 2022 este valor poderá

reduzir para 0,27 bilhões de euros. Além disso, a probabilidade de o BCE realizar a sua primeira subida de taxas desde 2011 nos próximos 12 meses é muito elevada.

O principal objetivo desta normalização é evitar que as expectativas de inflação a médio prazo se desviem do objetivo de 2% de inflação, neste caso com um desvio ascendente. Embora nos últimos anos as expectativas de inflação a longo prazo apontassem para níveis muito inferiores a 2%, nos últimos meses têm subido para valores próximos do objetivo. No verão passado, verificou-se uma primeira subida quando o BCE ajustou a sua estratégia e deu a entender que seria um pouco mais tolerante em relação à inflação. Nas últimas semanas registou-se um novo aumento devido ao conflito na Ucrânia, que, para além do impacto nos preços da energia a curto prazo, espera-se que contribua para aumentar a inflação subjacente a médio prazo.

De qualquer modo, a guerra na Ucrânia é um choque que gera muita incerteza sobre a economia e também sobre a resposta do BCE à mesma. Embora o conflito aumente as pressões inflacionistas, principalmente a curto prazo, pode também enfraquecer a atividade económica e afetar negativamente a inflação a médio prazo. Neste cenário incerto, o BCE provavelmente será cauteloso e, embora termine as compras líquidas de ativos ao abrigo do APP na segunda metade do ano, não fará necessariamente a primeira subida de taxas tão rapidamente como os mercados financeiros estão atualmente a descontar.

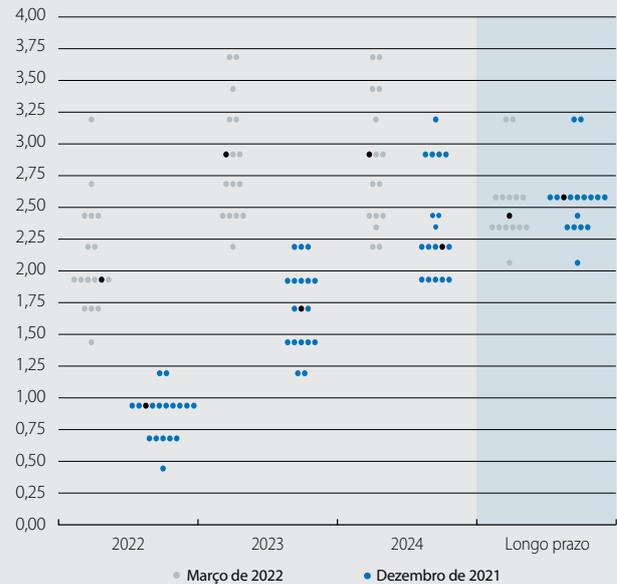
Fed: o equilíbrio entre refrescar a economia e provocar uma recessão

A Fed, por sua vez, com o ciclo de subidas de taxas planeado de, pelo menos, 1,75 p.p. para o conjunto do ano e levando as taxas de juro para cenários mais restritivos (acima de 2,4%, o nível que o votante médio do FOMC considera de equilíbrio a longo prazo) em 2023 e 2024, visa restaurar a estabilidade de preços sem que isso arraste necessariamente a economia dos EUA para uma recessão. Encontrar o equilíbrio para evitar uma recessão será uma tarefa difícil para os membros do FOMC.

Para avaliar a probabilidade que os mercados financeiros atribuem a uma recessão nos próximos anos, normalmente analisamos o diferencial entre a taxa de juro da dívida soberana a 10 anos e outros vencimentos inferiores. Normalmente, o diferencial entre a dívida a 3 meses e a dívida a 10 anos é o melhor elemento de previsão de recessões para os próximos 12 meses, e ainda assim não assinala uma recessão.³ Contudo, o diferencial entre a dívida a 2 e a 10 anos já se encontra em níveis muito baixos (e inverteu-se mesmo momentaneamente) e sugere

3. A taxa da dívida a 3 meses está bastante associada à taxa oficial da Reserva Federal e esta ainda está muito próxima de 0%, enquanto a taxa a 10 anos é de cerca de 2,5%. Para mais informações, ver «Sobre a probabilidade de uma recessão nos EUA» na IM05/2018.

Reserva Federal: evolução esperada das taxas de juro



Notas: Cada ponto representa um votante do Comité Monetário da Reserva Federal. O votante médio está marcado a preto.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

EUA : diferencial de taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: Sombreamos a cinzento os períodos de recessão económica, segundo a NBER.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

que os mercados financeiros podem estar a aumentar a probabilidade de uma recessão nos próximos anos, por exemplo, como resultado de uma política monetária agressiva e restritiva por parte da Fed. Assim, apesar da firme decisão de Jerome Powell de aumentar as taxas de juro, em linha até com uma subida de taxas de 0,50 p. p., acreditamos que a Fed não conseguirá ignorar estes indicadores e terá de ser cautelosa, principalmente se a inflação, como esperamos, abrandar para níveis mais próximos dos 2% no início de 2023. A verdade é que num ambiente de elevada incerteza geopolítica, volatilidade nos preços das matérias-primas e estrangulamentos na produção, os bancos centrais terão de ser muito flexíveis para responderem às necessidades do momento.

Rússia põe em xeque o cenário do petróleo mundial

O conflito bélico entre a Rússia e a Ucrânia, bem como as sanções impostas à Rússia, evidenciaram a vulnerabilidade do modelo de crescimento mundial aos *choques* energéticos da oferta.¹ O preço do barril de Brent subiu mais de 15% desde o início do conflito e permanece confortavelmente acima dos 100 dólares, atingindo níveis não observados na última década (com máximos próximos dos 130 dólares). A pressão sobre os preços resultou do aumento da incerteza sobre a capacidade e vontade da Rússia de manter a sua oferta e as dificuldades derivadas das sanções para pagar pelo petróleo bruto russo. Alguns países, como os EUA e o Reino Unido, por exemplo, vetaram a importação deste petróleo.

A Rússia é um dos principais intervenientes no mercado petrolífero

Segundo a Agência Internacional de Energia (IEA, na sua sigla em inglês), a Rússia é o terceiro maior produtor mundial de petróleo, atrás dos EUA e da Arábia Saudita, e o segundo maior exportador, apenas atrás deste último. Em 2021, a produção russa de petróleo² atingiu em média 10,5 milhões de barris por dia (b/dia), cerca de 10% do total mundial, e as suas exportações atingiram 8% do total do setor.

Os primeiros dados desde o início da guerra, relativos à atividade petrolífera da Rússia, parecem confirmar as suspeitas dos organismos internacionais que alertaram tanto para uma possível moderação da produção como para uma queda a curto prazo dos fluxos de crude para outros países, neste caso como resultado da rejeição internacional do seu comércio. Em particular, a IEA e o consenso dos analistas do setor concordam numa possível retirada de cerca de 3 milhões de b/dia de crude russo do mercado mundial nos próximos meses, um quinto da sua produção. Este seria um dos choques mais significativos na oferta desde a crise dos anos setenta.

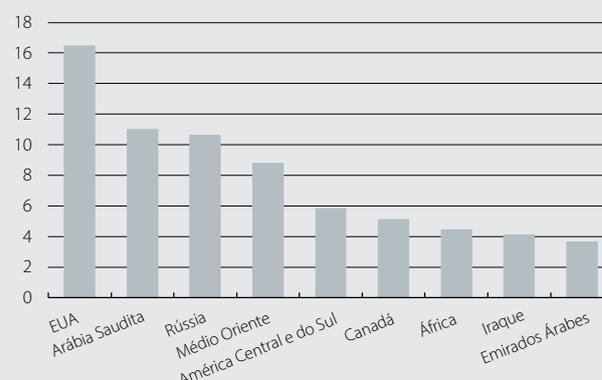
Do lado da procura, o abrandamento da atividade económica num contexto de incerteza, os esforços para reduzir o consumo de crude russo e substituí-lo não só por crude de outras partes do mundo, mas também por outras fontes de energia, e o impacto da Ómicron na China levaram à revisão em baixa das estimativas da procura global de petróleo para 2022 (em março, a IEA reduziu a sua previsão em 1,3 milhões b/dia para 99,7 milhões b/dia). Isto certamente reduz o desequilíbrio entre a oferta e a procura, mas não é suficiente.

1. Apesar de a relação entre a energia e o PIB, medida através do rácio de barril de petróleo bruto por unidade de produção, ter diminuído globalmente desde a crise petrolífera dos anos setenta, de 60% para 30% nos últimos anos.

2. Inclui a produção de petróleo bruto e produtos refinados.

Países produtores de petróleo* (2020)

(Milhões de barris/dia)



Notas: * Inclui a produção de petróleo Brent, xisto, areia e gás natural (condensado e liquefeito). Médio Oriente, exceto Arábia Saudita, Emirados Árabes e Iraque. África, apenas Argélia, Angola e Nigéria.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da BP Statistical Review of World Energy (julho de 2021).

Principais acontecimentos que afetaram a oferta de petróleo bruto

Evento	Ano	Diminuição máxima da oferta (milhões b/dia)
Ataques terroristas em Abqaiq	2019	5,7
Revolução no Irão	1978	5,6
Bloqueio da Arábia Saudita	1973	4,3
Guerra Iraque-Kuwait	1990	4,3
Guerra Irão-Iraque	1980	4,1
Greve petrolífera na Venezuela	2002	2,3
Guerra no Iraque	2003	2,3
Proibição de exportações no Iraque	2001	2,2

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da IEA e da Goldman Sachs.

Que alternativas reais existem em termos de oferta e procura?

Face a este desequilíbrio potencial nos mercados energéticos, elencamos as principais alternativas existentes do lado da oferta. Uma das opções que compensaria parte do défice de crude russo seria o aumento da produção da OPEP e dos seus aliados. Inicialmente, seria necessária uma mudança na estratégia de controlo da oferta que a organização tem mantido desde a pandemia (com base num aumento gradual de 400 000 b/dia por mês para sustentar os preços do barril), embora se deparasse com a reduzida capacidade de produção ociosa da maioria dos países, com exceção da Arábia Saudita, dos Emirados Árabes e do Kuwait. Em particular, estima-se que os três em conjunto poderiam aumentar a sua oferta em 2,1 milhões de b/dia em três meses. Além disso, nesta ocasião, os dois principais produtores do Golfo Pérsico recusaram-se a modificar as bases dos acordos da OPEP e aliados, entre os quais se encontra a Rússia.

Outra opção seria aumentar a bombagem de petróleo de xisto (*shale*) nos EUA. No entanto, a entrada em funcionamento de novos poços e a revitalização dos existentes em grande escala exigiria um forte investimento, público e privado, e, a curto prazo, enfrentaria estrangulamentos na cadeia de abastecimento e na escassez de mão de obra.

Adicionalmente, o governo dos EUA começou a negociar um novo acordo nuclear com o Irã que, caso seja alcançado, facilitaria a exportação de crude iraniano, cerca de 1,3 milhões de b/dia, embora se espere que a sua chegada aos mercados energéticos seja lenta e gradual. Finalmente, a alternativa que parece mais viável a curto prazo para aliviar as tensões da oferta seria a proposta de vários países do G7 de libertar parte das suas reservas estratégicas de petróleo. Esta ideia, que ganhou força durante a reta final de março, culminou com o anúncio dos EUA de libertar 1 milhão b/dia durante os próximos seis meses (valor estimado em cerca de 30% das suas reservas estratégicas totais). Contudo, algumas estimativas sugerem que esta medida apenas seria eficaz durante alguns meses.³

Se olharmos para o outro lado da moeda, o da procura, encontramos uma vantagem que, noutras crises energéticas, não foi tão relevante: a China. É o maior importador mundial de petróleo e produtos refinados, com uma quota no mercado global de cerca de 16%. Em 2021, a média diária das suas importações de crude ascendeu a 10 milhões de barris, dos quais 1,6 milhões eram originários da Rússia. Na conjuntura de guerra, face à necessidade da Rússia de capitalizar parte da sua produção (mesmo a preços com desconto) e a relutância do Ocidente em comprar o seu petróleo, estima-se que a China poderia aumentar o volume das compras de petróleo russo em cerca de 2 milhões b/dia, libertando assim parte da oferta de outros países produtores. Esta opção parece ser a mais viável a curto prazo, sendo mutuamente benéfica para a Rússia e para a China,⁴ embora enfrentando obstáculos geográficos para o transporte e armazenamento, aspetos que abrandariam e aumentariam o preço do processo.

Um futuro incerto e caro

Em suma, o futuro do mercado petrolífero para os próximos meses parece incerto e cheio de obstáculos, principalmente do lado da oferta, o que poderia continuar a manter uma pressão ascendente sobre o preço do petróleo bruto. O desequilíbrio nas reservas de crude que podem resultar da guerra e das sanções impostas à Rússia

3. Ver, Reserva Federal de Dallas (março de 2022). «The Russian Oil Supply Shock of 2022».

4. A China poderia comprar o crude russo tipo Ural, de qualidade superior a outros, a preços inferiores aos do mercado. A Rússia ganharia yuans, reforçando as suas reservas de moeda estrangeira e melhorando a sua posição da balança corrente.

Preço do barril de Brent (Dólares)



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

e a idiosincrasia do setor petrolífero após a pandemia (capacidade livre de produção limitada e falta de investimento) levaram-nos a aumentar as nossas previsões do preço médio do barril de Brent em 2022 para 105 dólares, de 89 dólares anteriormente.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,46	-0,53	8	11,4	8,0
Euribor 12 meses	-0,07	-0,35	28	42,8	41,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,45	-0,66	22	19,3	15,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,07	-0,53	46	54,6	63,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,55	0,14	41	72,5	87,6
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,44	1,12	32	87,1	112,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	1,35	1,00	35	88,7	114,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,50	0,25	25	25,0	25,0
Libor 3 meses	0,96	0,50	46	75,2	76,2
Libor 12 meses	2,10	1,29	81	151,8	182,1
Dívida pública a 1 ano	1,60	0,98	62	121,9	153,4
Dívida pública a 2 anos	2,33	1,43	90	160,2	217,6
Dívida pública a 10 anos	2,34	1,83	51	82,8	66,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	73	71	2	25,3	22,5
Itraxx Financeiro Sénior	81	81	0	26,1	22,9
Itraxx Financeiro Subordinado	153	152	2	45,3	48,1

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,107	1,122	-1,4	-2,7	-6,0
EUR/JPY (ienes por euro)	134,670	129,010	4,4	2,9	3,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,842	0,836	0,8	0,1	-1,1
USD/JPY (ienes por dólar)	121,700	115,000	5,8	5,8	10,0

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	634,4	609,5	4,1	9,7	25,6
Brent (\$/barril)	107,9	101,0	6,9	38,7	66,4
Ouro (\$/onça)	1.937,4	1.909,0	1,5	5,9	12,0

Rendimento variável

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.530,4	4.373,9	3,6	-4,9	12,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.902,5	3.924,2	-0,6	-9,2	-1,1
Ibex 35 (Espanha)	8.445,1	8.479,2	-0,4	-3,1	-1,5
PSI 20 (Portugal)	6.037,0	5.563,1	8,5	8,4	21,3
Nikkei 225 (Japão)	27.821,4	26.526,8	4,9	-3,4	-5,3
MSCI emergentes	1.141,8	1.171,3	-2,5	-7,3	-14,5

As consequências imediatas da guerra na Ucrânia

O impacto global do conflito Rússia-Ucrânia: primeiro capítulo. As consequências humanas da guerra na Ucrânia já são bem visíveis no primeiro mês do conflito. Do ponto de vista económico, os países mais afetados serão a Ucrânia (devido à destruição provocada pela guerra) e a Rússia (devido às sanções impostas pelos seus principais parceiros comerciais). No entanto, os efeitos da guerra serão sentidos em muitas outras áreas geográficas. Na verdade, os seus efeitos mais imediatos já começam a ser visíveis: os preços das principais matérias-primas dispararam, aumentando a pressão inflacionista, a incerteza e a tensão social em todo o mundo. No primeiro mês do conflito, o preço médio do petróleo foi 19% mais elevado do que no mês anterior, e o do gás natural foi 64% mais elevado. Por sua vez, o índice de risco geopolítico GPR recuperou para níveis não vistos desde a guerra do Iraque.

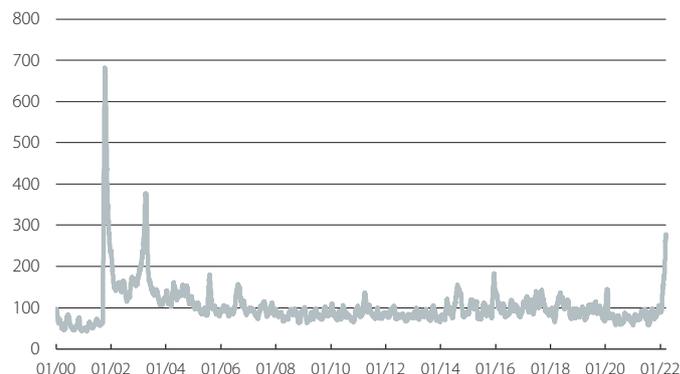
Um impacto global...mas desigual. O «barómetro» dos indicadores disponíveis apresenta já um desvio significativo. Assim, enquanto em março o índice de sentimento empresarial composto (PMI) caiu na zona euro (54,5 vs. 55,5 em fevereiro), subiu acentuadamente nos EUA (58,5 vs. 55,9). Em particular, na zona euro, o índice PMI apresentou uma deterioração significativa das perspetivas, com aumentos generalizados dos custos e um agravamento dos estrangulamentos. Em termos de distribuição setorial, a indústria transformadora é a mais afetada, embora os serviços também tenham abrandado o seu crescimento. Na mesma linha, o indicador de sentimento económico (ESI) da Comissão Europeia também enfraqueceu com a deterioração da confiança dos consumidores, da indústria e do comércio retalhista.

A Europa Oriental apresenta sinais de fraqueza económica. Na Polónia e na República Checa, os indicadores de confiança deterioraram-se acentuadamente em março e cerca de 50% das empresas polacas em alguns setores transformadores (como o fabrico de metais ou equipamentos de transporte) contam já com problemas de fornecimento de matérias-primas entre os principais fatores que limitam a produção. Entre os países mais expostos a potenciais problemas de fornecimento decorrentes do conflito, encontram-se os países bálticos, a Bulgária e o Chipre, todos eles com fortes ligações à Rússia, quer através da dependência das suas matérias-primas, quer por ligações do setor transformador ou até dos serviços (ver o Focus «A dependência europeia da Rússia: uma questão primária» nesta edição da *Informação Mensal*).

Zona Euro: menos crescimento, mais inflação e mais incerteza. Embora qualquer previsão económica neste momento deva ser cautelosa, o aumento da fatura energética e a incerteza gerada pela eclosão da guerra na Ucrânia significará um menor crescimento económico, em 2022, e uma maior inflação. Neste sentido, revimos em baixa a nossa previsão de crescimento para a zona euro em 1,4 p.p. para 2,6% e revimos em alta a previsão da inflação em quase 1,0 p.p. para 5,3%, um novo máximo desde o início da série em 1997. Por país, a revisão em baixa mais substancial do crescimento para 2022 é para a economia alemã (-2,1 p.p., para 1,2%), devido à sua maior

Global: índice de risco geopolítico

Nível (100 = média do período 1985-2019)

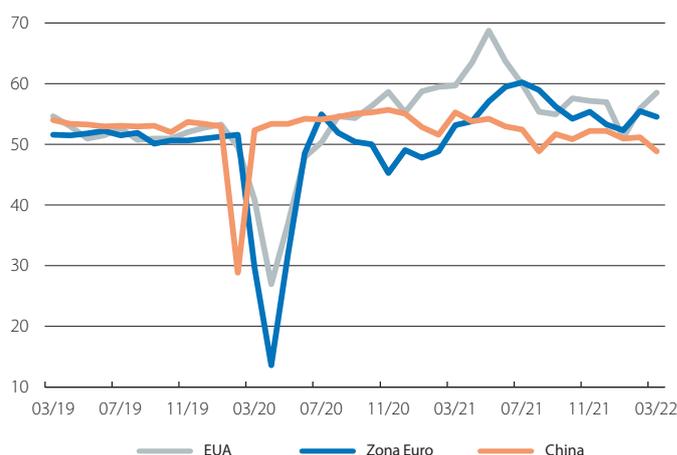


Notas: O índice de risco geopolítico (GPR) é elaborado a partir de artigos de jornais, mediante a pesquisa de palavras-chave relacionadas com riscos geopolíticos. Um valor mais elevado do índice aponta para um maior aumento do risco geopolítico.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2021). «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, abril, 112(4), pp.1.194-1.225 (dados transferidos de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> a 25 de março de 2022).

Global: PMI

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do PMI Markit e do Instituto Nacional de Estatística da China, via Refinitiv.

Global: monitor de inflação

	Último valor	Média 2021	Média 2020	Média 2019	Média 2014-2018	Média 2000-2020
Globais						
Índice Dry Baltic (nível)	2.358	2.963	1085	1.325	990	2.259
Custo do contentor FBX índice global (\$)	9.743	7.180	1.800	1357	1.336	1.471
Índice de preços metais industriais (nível)	212,0	156,6	111,0	116,0	117,0	127,2
Petróleo Brent (\$ barril)	107,9	71,5	41,6	64,6	65,1	64,3
Gás natural: Henry Hub (\$ MBTU)	5,6	3,2	2,4	2,4	3,3	4,3
Gás natural: TTF (€/MWh)	98,6	32,0	14,3	18,1	16,5	16,4
Índice de semicondutores (nível)	9,7	63,3	36,8	16,5	24,3	13,6
Índice de alimentos FAO (var. %)	20,7	28,4	3,2	-0,7	-3,9	4,1

Fonte: BPI Research, a partir de várias fontes, via Refinitiv.

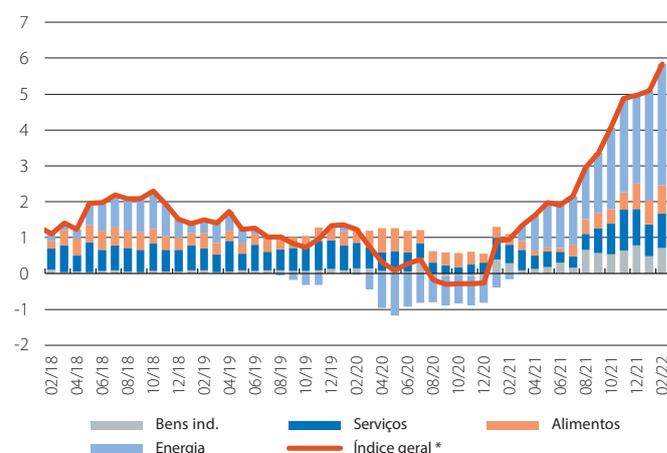
dependência do fornecimento de gás da Rússia e ao maior peso relativo da indústria transformadora, um setor particularmente afetado por estrangulamentos e pelo aumento dos preços das matérias-primas (ver Focus «O impacto da guerra nos cenários económicos: menor crescimento e mais inflação» nesta edição da *Informação Mensal*). Para os EUA, cujos laços com a Rússia e a Ucrânia são substancialmente menores, reduzimos as previsões de crescimento para 2022 em 0,3 p.p. (para 3,2%), devido essencialmente ao reaparecimento dos problemas de fornecimentos globais, a inflação mais elevada e a consequente tensão nas condições financeiras, sendo esperada uma retirada mais rápida dos estímulos monetários.

Inflação: aumento dos preços dos alimentos e da energia, política fiscal ativa na UE. Em março, a inflação na zona euro disparou para 7,5%, face a 5,8% em fevereiro. Esta subida deve-se essencialmente a novos aumentos nos preços dos alimentos e da energia. Na Alemanha, onde a inflação geral atingiu 7,6% (vs. 5,5% em fevereiro), um máximo de 40 anos, a componente energética registou uma inflação de 39,5%, face a 22,5% em fevereiro. Em Espanha, embora a inflação geral tenha atingido 9,8% (vs. 7,6% em fevereiro), a subjacente situou-se em 3,4%, revelando que uma parte muito significativa da subida observada em março foi em alimentos e energia. Face a estes aumentos, a Comissão Europeia anunciou o novo Quadro Temporário de Auxílios de Estado, dando aos Estados-Membros uma ampla margem de manobra para apoiar as empresas mais afetadas pelas consequências do aumento dos preços da energia. Neste sentido, os pacotes de medidas já anunciados por diferentes países europeus para atenuar o impacto dos custos mais elevados da energia nas empresas e nos agregados familiares excederão este ano 0,5% do PIB. Na Alemanha, o Executivo anunciou cortes nos impostos sobre os combustíveis e subsídios para famílias e trabalhadores, medidas estimadas em 0,5% do PIB, enquanto em França foram anunciadas medidas tais como descontos de 15 cêntimos nos preços dos combustíveis e apoios a empresas em dificuldades, estimadas em 0,7% do PIB. Nos EUA, onde a inflação já se situava nos 7% antes da eclosão do conflito e onde uma parte mais significativa da mesma incide em componentes subjacentes, a Fed aumentou taxas e continuará a fazê-lo durante 2022 (ver secção Mercados Financeiros).

COVID e China: mais um binómio de risco no panorama global. Os recentes surtos de COVID-19 nos principais centros de produção e logística do país, tais como Hong Kong, Shenzhen e Xangai, lembram-nos, mais uma vez, que a pandemia ainda apresenta riscos significativos para a economia global. Não devemos esquecer que a China é o centro da cadeia de transformação asiática, pelo que novas restrições nesta região poderiam levar a novas pressões sobre as cadeias de abastecimento a nível global. Além disso, após um bom início de ano, com indicadores de atividade melhores do que o esperado em janeiro e fevereiro, o índice PMI composto caiu em março para 48,8 (vs. 51,2 em fevereiro), com uma descida de mais de 3 pontos do PMI não manufatureiro. Considerando o confinamento em Xangai anunciado no final do mês, é provável que a economia chinesa esteja a contrair mais do que o sugerido por estes indicadores.

Zona Euro: contribuição para a inflação por componentes

(p. p.)

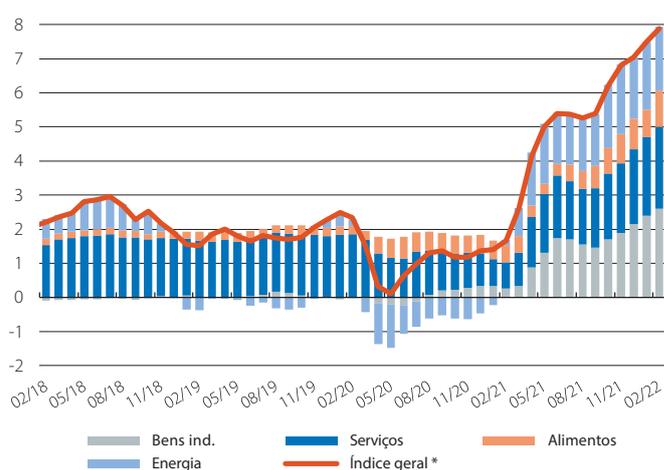


Nota: * Variação homóloga.

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

EUA: contribuição para a inflação por componentes

(p. p.)

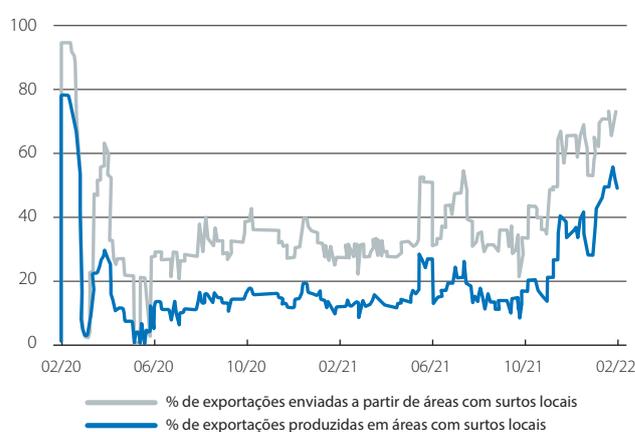


Nota: * Variação homóloga.

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

China: exportações a partir de áreas com surtos locais

(% do total de exportações)



Nota: Um surto local define-se como um mínimo de 10 casos positivos comunicados numa cidade durante os últimos 14 dias.

Fonte: Capital Economics.

A dependência europeia em relação à Rússia: uma questão primordial

O desencadear de uma guerra entre a Ucrânia e a Rússia, aliado ao seu custo em vidas humanas, implicará também um custo em termos económicos. A importância da Rússia como exportador mundial de petróleo, gás natural e outras matérias-primas será o principal canal através do qual o impacto económico irá transpor as fronteiras dos dois países em guerra. Neste sentido, os preços do Brent e do gás aumentaram mais de 20% e 50%, respetivamente, no primeiro mês do conflito.¹

O aumento da incerteza e uma nova frente aberta nos problemas já acentuados nas cadeias de importância global, serão dois outros canais relevantes de impacto macroeco-

nómico. Um impacto que será assimétrico por região, com uma clara incidência nas economias europeias, como consequência dos laços mais estreitos que nos unem aos dois países.

Europa e as importações russas

As exportações de bens e serviços da Rússia para o mundo representam cerca de 2% do total (0,2% no caso da Ucrânia). No entanto, no caso da UE-27, as importações da Rússia representam 7% das importações brutas de bens e serviços.² Mas enquanto há países onde a ligação via importações é muito elevada, como no caso da Bulgária

Importações brutas originárias da Rússia

(% das importações totais)

	TOTAL	AGRICULTURA	MINERAÇÃO	MANUFATURAS	Alimentação	Têxtil e vestuário	Madeira e papel	Coque de petróleo e ref	Química e farmacêutica	Metais	Equipamentos eletrónicos	Maquinaria	Transporte	Reparação de maq.	UTILITIES	CONSTRUÇÃO	SERVIÇOS
UE-27	7,0	2,1	21,0	5,4	2,0	0,3	7,5	41,8	4,2	11,9	0,4	0,6	1,5	1,1	10,5	10,6	4,7
Zona Euro	4,8	1,6	16,3	3,6	1,4	0,3	3,7	32,9	2,6	8,8	0,3	0,4	0,7	0,8	5,2	4,1	3,4
Alemanha	3,0	0,6	17,1	2,3	0,5	0,2	1,4	24,2	0,8	5,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	1,9	2,0
Áustria	1,4	0,3	3,7	0,6	0,2	0,2	1,0	2,2	0,3	2,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,1	1,5	2,3
Bélgica	1,6	1,2	5,6	1,7	0,6	0,3	1,0	14,2	0,8	5,0	0,1	0,1	0,3	2,5	0,1	1,4	0,8
Bulgária	20,3	0,6	87,1	7,8	0,9	0,3	2,5	48,2	2,3	9,1	0,8	0,7	1,4	2,1	1,5	10,8	12,5
Croácia	2,1	0,1	17,4	1,0	0,2	0,2	0,5	8,7	1,8	1,0	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	1,7	1,6
Chipre	12,6	3,9	12,9	4,9	1,5	1,3	2,4	2,5	0,8	3,7	1,6	0,9	8,3	4,2	8,8	32,2	18,4
Dinamarca	2,6	1,2	9,8	3,3	1,2	0,1	1,7	27,0	0,5	4,6	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	3,1	1,9
Eslováquia	7,1	0,2	87,1	1,9	0,4	0,2	0,6	30,2	4,4	1,7	0,2	0,2	0,1	0,6	0,3	3,6	6,3
Eslovénia	2,3	0,4	53,4	1,2	0,2	0,1	0,8	9,1	1,1	1,5	0,1	0,2	0,1	0,5	0,1	2,1	2,8
Espanha	1,0	1,1	2,9	0,8	0,4	0,2	0,3	9,6	0,6	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	1,0	0,8
Estónia	8,6	4,4	69,0	8,2	2,5	2,6	17,4	33,9	18,3	15,5	1,0	1,2	3,9	3,0	9,1	6,6	8,6
Finlândia	9,2	9,3	57,8	7,5	1,8	0,7	10,9	39,0	11,3	18,0	0,7	0,4	1,0	1,2	30,3	5,0	5,3
França	1,9	0,2	12,8	1,3	1,0	0,1	0,7	14,9	0,8	1,3	0,1	0,2	0,5	0,3	0,4	1,3	1,5
Grécia	7,2	6,0	12,2	8,0	1,2	0,2	1,7	44,2	0,7	11,9	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	2,8	4,0
Hungria	4,8	0,3	64,7	2,1	0,3	0,1	0,8	29,6	4,0	0,9	0,2	0,2	0,1	0,6	0,2	1,9	3,3
Irlanda	0,7	0,2	3,7	0,7	0,5	0,1	0,4	8,3	0,9	0,6	0,2	0,1	0,0	0,4	0,6	1,4	0,7
Itália	3,3	0,8	19,8	1,8	0,6	0,3	1,6	22,0	0,4	4,1	0,2	0,1	0,1	0,4	0,3	1,9	2,2
Letónia	9,6	17,0	81,6	6,2	2,3	1,9	10,0	14,4	7,6	21,2	1,6	1,1	1,5	3,0	60,1	4,5	8,6
Lituânia	16,9	5,8	57,0	7,3	4,0	1,4	7,7	41,0	6,6	12,0	0,8	1,0	2,6	2,9	36,4	9,1	14,2
Luxemburgo	0,3	0,1	2,6	0,3	0,6	0,1	0,4	0,1	0,4	1,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,7	0,3
Malta	1,9	1,0	8,4	0,8	0,4	0,2	0,5	4,6	0,1	0,2	0,5	0,2	0,3	0,6	0,6	1,7	2,2
Países Baixos	3,1	0,3	20,6	1,6	0,3	0,1	1,1	15,7	0,9	3,8	0,4	0,1	0,4	0,4	0,6	2,3	1,8
Polónia	6,7	1,2	50,4	3,9	1,2	0,4	2,7	42,2	4,0	5,4	0,3	0,3	1,8	0,7	10,2	4,2	4,8
PORTUGAL	1,7	0,4	9,5	1,1	0,8	0,1	0,8	13,3	0,7	1,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,6	1,1
Rep. Checa	4,4	0,4	53,2	1,7	0,7	0,2	1,6	13,3	3,5	2,8	0,2	0,2	0,7	0,6	0,2	2,7	4,2
Roménia	3,9	0,3	42,5	2,0	0,6	0,1	3,7	31,3	2,0	1,6	0,5	0,3	0,6	0,3	0,4	2,0	3,0
Suécia	3,1	1,6	22,5	2,1	0,4	0,2	1,5	19,3	3,6	1,2	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2	1,7	2,0
Estados Unidos	0,9	1,0	1,6	0,9	0,4	0,0	0,5	10,6	0,7	3,5	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	1,6	0,9
China	3,2	2,9	9,0	1,7	2,7	0,3	10,5	12,8	0,8	3,0	0,1	0,1	0,3	1,1	1,9	4,5	2,7

Nota: Os dados referem-se a 2018, o ano mais recente da atualização de dados TiVA da OCDE (novembro de 2021).

Fonte: BPI Research, com base em dados TiVA da OCDE (novembro 2021).

1. Os preços de alguns alimentos (por exemplo, cereais) ou fertilizantes também aumentaram desde o início do conflito. No entanto, o seu impacto económico não é comparável ao dos preços mais elevados da energia para as economias desenvolvidas.

2. Utilizamos os dados TiVA (Trade in Value Added) da OCDE na sua atualização mais recente (novembro de 2021) para importações, sendo o ano mais recente 2018. A vantagem de utilizar estes dados é proporcionar uma análise mais precisa da verdadeira origem dos bens e serviços que chegam, são consumidos e exportados num determinado país. Neste ponto do artigo utilizámos as importações brutas conforme a sua origem (uma análise mais clássica), todavia, posteriormente iremos explorar a complexidade dos dados TiVA para determinar a origem inicial dos produtos utilizados em todos os processos de produção e consumidos num país.

(pouco mais de 20% das importações totais), Finlândia (perto de 10%) ou os países bálticos (entre 8% e 17%), noutros, as ligações comerciais são muito fracas, como na Irlanda (0,7%) ou Espanha (1,0%).³ No que lhes diz respeito, Alemanha, França e Itália, as três maiores economias da UE-27, estariam na gama média-baixa se olharmos para o peso das importações russas no total das suas importações (entre 2% e 3,5%, ver os valores agregados no primeiro quadro).

Embora estes números agregados possam, à primeira vista, ser relativamente tranquilizadores para as grandes economias europeias, é evidente que é necessário um olhar mais atento. Afinal, a Rússia é o segundo maior exportador mundial de petróleo (11% do total) e o maior

exportador mundial de gás natural (25%), sendo a Europa o seu principal mercado. Analisando a repartição setorial das importações europeias, a Rússia destaca-se como parceiro comercial no setor extrativo, de coque e produtos petrolíferos refinados, representando 21% e 42%, respetivamente, do total das importações da UE-27 nestes setores (ver repartição setorial no primeiro quadro). Esta elevada dependência de certas importações russas é também observada nos grandes países da UE, como a Alemanha, França e Itália, com percentagens entre 13% e 20% no setor extrativo e entre 15% e 24% na refinação de petróleo. A Rússia parece também desempenhar um papel importante como fornecedor europeu de metais, bem como de serviços de eletricidade, gás e água (*utilities* em inglês) nos países com os quais partilha

Valor acrescentado originário da Rússia na procura final (% da procura final)

	TOTAL	AGRICULTURA	MINERAÇÃO	MANUFATURAS	Alimentação	Têxtil e vestuário	Madeira e papel	Coque de petróleo e ref	Química e farmacêutica	Metais	Equipamentos eletrónicos	Maquinaria	Transporte	Reparação de maq.	UTILITIES	CONSTRUÇÃO	SERVIÇOS
UE-27	1,0	1,3	16,1	2,2	1,1	0,8	1,6	16,8	1,7	2,2	1,0	1,1	1,1	1,0	2,9	0,9	0,7
Zona Euro	0,9	1,1	15,8	2,0	1,0	0,8	1,4	15,2	1,5	2,0	1,0	1,0	1,0	1,0	2,5	0,8	0,6
Alemanha	1,0	1,2	17,4	1,9	1,0	0,8	1,5	18,9	1,4	2,0	0,9	1,0	1,0	1,0	2,1	0,8	0,6
Áustria	0,9	0,9	4,2	1,5	0,9	0,9	1,4	10,1	1,4	2,3	0,9	1,1	1,0	1,2	1,4	0,7	0,9
Bélgica	0,9	1,4	5,7	1,7	1,1	0,9	1,3	8,7	1,1	2,2	0,9	1,0	1,1	2,5	1,6	1,2	0,6
Bulgária	5,7	4,7	44,7	7,6	6,6	1,9	5,6	45,8	5,4	9,3	2,6	2,3	2,5	3,5	26,0	9,0	3,5
Croácia	1,2	0,9	6,8	2,1	1,2	1,0	1,0	11,6	2,2	1,5	1,1	1,1	1,4	1,0	2,3	1,2	0,8
Chipre	4,4	3,1	8,6	5,1	2,7	1,9	3,1	14,8	2,6	5,2	3,0	1,9	6,6	3,0	4,2	2,0	6,2
Dinamarca	0,9	1,5	12,8	2,4	1,3	0,8	1,7	23,9	1,1	2,4	0,8	1,1	0,9	1,1	0,8	1,0	0,9
Eslováquia	3,1	1,9	52,1	4,4	1,6	1,1	2,1	39,6	5,9	3,5	1,2	1,4	1,6	1,5	16,0	1,7	1,8
Eslovénia	1,3	1,1	14,1	2,2	1,2	0,8	2,3	16,3	2,3	2,4	1,2	1,3	1,2	1,2	2,5	1,1	1,0
Espanha	0,4	0,6	11,1	1,2	0,6	0,6	0,7	5,8	1,0	1,1	0,8	0,8	0,9	0,6	1,1	0,4	0,3
Estónia	3,8	4,7	37,7	5,7	3,5	3,6	7,1	36,0	12,0	8,6	1,9	2,3	4,1	4,4	4,8	4,0	3,9
Finlândia	2,2	2,8	42,5	5,2	2,0	1,4	3,6	37,8	4,9	5,5	1,4	1,7	1,9	1,8	5,8	2,3	1,5
França	0,6	0,7	20,1	1,7	0,8	0,7	1,0	12,2	1,3	1,3	0,9	1,0	1,0	0,7	2,2	0,5	0,4
Grécia	1,9	2,9	31,7	5,1	2,1	0,9	2,0	25,6	1,7	4,1	1,7	1,4	1,0	1,4	3,8	1,7	1,1
Hungria	2,5	2,3	27,8	4,6	2,4	1,1	2,0	34,1	3,6	3,1	1,1	1,2	1,2	1,4	6,5	2,8	1,6
Irlanda	0,6	0,9	15,3	1,1	0,9	0,6	1,1	8,4	0,7	2,2	0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	0,8	0,5
Itália	0,9	0,9	13,5	1,9	1,0	0,6	1,2	14,5	1,5	1,7	1,0	1,0	0,9	0,9	2,3	0,6	0,5
Letónia	4,1	7,2	49,8	6,3	4,1	3,3	5,0	40,2	7,2	11,1	2,5	2,7	2,7	4,1	17,9	3,2	3,3
Lituânia	6,2	4,7	46,7	9,6	3,8	2,7	5,9	41,5	5,5	6,9	2,0	2,4	3,3	3,7	19,0	5,3	5,1
Luxemburgo	0,6	0,7	6,6	1,4	1,3	0,7	1,2	6,9	1,0	1,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	0,5	0,6
Malta	1,4	1,4	7,5	1,6	1,2	0,8	1,3	13,2	1,4	2,1	1,3	1,4	0,9	1,2	3,1	1,2	1,7
Países Baixos	0,9	1,0	18,5	2,1	0,9	0,8	1,4	16,9	1,7	2,2	0,9	0,9	1,1	0,8	2,7	0,8	0,6
Polónia	2,3	2,4	14,0	3,9	1,7	1,0	2,4	31,4	3,9	4,0	1,4	1,4	2,5	1,7	4,9	2,2	1,6
PORTUGAL	0,6	0,7	9,3	1,5	0,8	0,5	0,8	10,4	1,3	1,2	0,8	0,9	0,8	0,7	2,1	0,6	0,4
Rep. Checa	2,0	1,7	19,6	2,7	1,7	1,2	2,2	24,7	6,4	3,0	1,2	1,6	1,7	1,5	9,8	1,4	1,4
Roménia	1,6	1,3	25,9	2,7	1,0	0,8	2,2	15,4	2,3	2,6	1,2	1,5	1,5	1,2	4,8	1,6	1,1
Suécia	1,0	1,6	19,1	2,2	1,1	0,9	1,8	24,4	2,4	1,8	1,1	1,0	1,0	1,3	1,2	1,0	0,8
Estados Unidos	0,2	0,3	0,4	0,5	0,3	0,5	0,4	1,9	0,4	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	0,2	0,1
China	0,5	0,5	2,7	0,7	0,5	0,5	0,9	5,0	0,6	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	1,3	0,6	0,3

Nota: Os dados referem-se a 2018, o ano mais recente da atualização de dados TIVA da OCDE (novembro de 2021).

Fonte: BPI Research, com base em dados TIVA da OCDE (novembro 2021).

3. Representa a quota das importações russas de bens e serviços no total das importações de bens e serviços. Este número pode variar significativamente com as alterações no preço dos bens energéticos.

uma fronteira (por exemplo, na Letónia, 60% das suas importações de *utilities* provêm da Rússia).

A origem russa da procura final europeia

Através de uma segunda análise mais detalhada, exploramos a riqueza das tabelas *input-output* internacionais da OCDE (TiVA, Trade in Value Added), que nos permitem avaliar adequadamente a origem dos bens e serviços consumidos num determinado país (quer para produção ou consumo interno, quer para exportação), uma vez que rastreiam as “entradas e saídas” de insumos intermédios ao longo de todo o processo de produção. Assim, por exemplo, se importarmos um bem de um determinado país, mas a maior parte deste bem tiver sido produzido num país terceiro, as importações em termos brutos não refletem a relevância deste país terceiro, mas as tabelas TiVA sim.

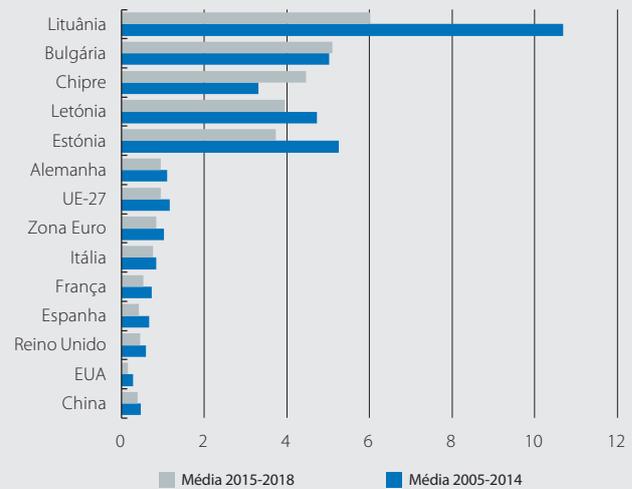
Assim, nesta secção concentrámo-nos na procura final de cada país europeu e, utilizando as TiVA, damos conta da relevância do valor acrescentado russo nesta procura final. Em termos agregados, e apesar de ter em conta todos os *inputs* de bens e serviços russos, estes não representam uma parte muito relevante da procura final dos países da UE-27, apenas 1% (ver o segundo quadro). Isto é muito inferior ao que se verifica quando olhamos para as importações brutas, dado que a procura final contém muito mais serviços, a maioria dos quais não são comercializáveis (isto é, produzidos e consumidos a nível interno).

Na repartição por país, vemos que nos países bálticos e na Bulgária estes bens e serviços russos (ou valor acrescentado russo) representam uma percentagem maior, embora discreta, da procura final total, enquanto nas grandes economias europeias representam valores muito inferiores. No entanto, quando analisamos a desagregação sectorial, mais uma vez, a relevância dos produtos energéticos russos num grande número de países da região europeia é evidente. Na Alemanha, por exemplo, 17% da procura final de produtos do setor extrativo provêm da Rússia e 19% dos produtos refinados de petróleo têm origem na Rússia. Em Espanha, o país da UE onde as importações da Rússia pesam menos na procura final, 11% no setor extrativo é fornecido pela Rússia.

Este paralelismo entre os valores brutos de importação e a análise TiVA a nível sectorial deve-se precisamente à especialização da Rússia na exportação de matérias-primas, em particular de energia. Muito do que os países europeus importam diretamente da Rússia é consumido internamente, visto que algumas das principais utilizações do petróleo e do gás natural são precisamente o transporte (por exemplo, carros particulares), a produção de eletricidade ou o uso residencial para aquecer as nossas residências. Por outro lado, o peso da Rússia no sector da energia implica uma “pegada” significativa em muitos produtos, principalmente em alguns sectores de manufatura, com cadeias de produção integradas que atravessam fronteiras até ao consumidor final.

Valor acrescentado com origem na Rússia na procura final

(% da procura final)



Fonte: BPI Research, com base em dados TiVA da OCDE (novembro 2021).

Desvinculação da Rússia a curto e médio prazo

Em suma, a importância da Rússia no mercado global de energia, e no consumo de energia da UE em particular, torna difícil um rápido afastamento económico do país. Para resolver esta situação, a Comissão Europeia propôs um novo Plano Energético (REPowerEU) para reduzir a dependência da região em relação à energia fóssil russa, começando pelo gás natural. De facto, uma das primeiras metas é a substituição de dois terços do gás importado da Rússia nos próximos 12 meses. Trata-se de uma aspiração bastante ambiciosa. Assim, por exemplo, um relatório recente da Agência Internacional de Energia estimou que, a curto prazo, uma possível redução de um terço é viável com medidas tais como um aumento das importações através de gasodutos da Noruega ou Azerbaijão, um aumento das importações de gás natural liquefeito, a aceleração de projetos de energias renováveis (solar e eólica) ou a reativação de alguns reatores nucleares encerrados nos últimos anos.⁴ A este respeito, há alguns dias, a UE e os EUA concordaram em aumentar o fornecimento de gás dos EUA.

Mas para além das dificuldades de encontrar substitutos para os produtos russos a muito curto prazo, a médio prazo, a dissociação económica com a Rússia é mais viável. No âmbito do *Green Deal* europeu, já estão previstos grandes investimentos para reduzir a utilização de combustíveis fósseis na UE. Além disso, desde a anexação da Crimeia em 2014, os laços dos países europeus com a Rússia têm vindo a diminuir (ver gráfico), em parte devido às sanções em vigor desde então.

4. Consultar AIE (Março de 2022). «A 10-point Plan to Reduce the European Union's Reliance on Russian Natural Gas».

Impacto da guerra nos cenários económicos: menor crescimento e mais inflação

As principais consequências da guerra na Ucrânia serão o custo em vidas humanas, a destruição do tecido produtivo do país e a maior crise humanitária na Europa desde a Segunda Guerra Mundial. O FMI calcula que o PIB da Ucrânia possa retroceder até cerca de 35% em 2022, e estima que aproximadamente 4 milhões de pessoas tenham saído do país durante as primeiras quatro semanas de guerra, um número que irá aumentar caso o conflito se prolongue. A Rússia, por seu lado, enfrentará uma queda de, pelo menos, 8,0% devido ao impacto das fortes sanções em vigor.

Impacto de primeira ordem: matérias-primas e a Europa

Além disso, a guerra na Ucrânia representa um novo choque direto na recuperação económica mundial através do impacto negativo na oferta de matéria-primas, dada a importância destes países no fornecimento mundial,¹ e também através do efeito indireto que está provocar uma maior incerteza na confiança dos agentes e nos mercados financeiros. É provável que a guerra também represente um agravamento nos problemas da oferta das cadeias de abastecimento mundiais, que começavam a dar tímidos sinais de recuperação no início do ano, mas que ainda se encontravam longe de um funcionamento normal. Preve-mos que o efeito líquido implique um menor crescimento e uma maior inflação, embora de forma diferenciada por países.

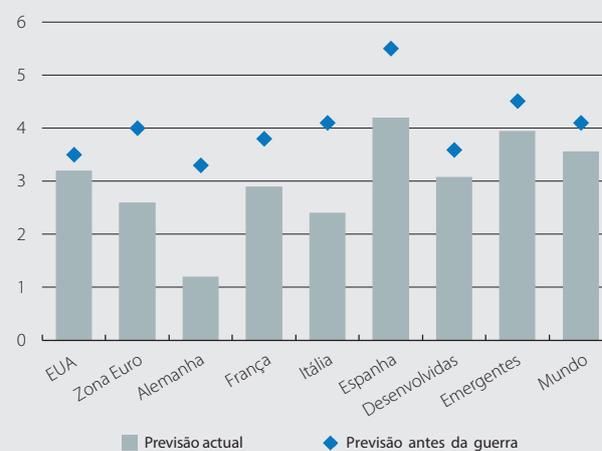
Sobre o primeiro aspeto, uma das primeiras consequências da guerra e das sanções impostas à Rússia (no fecho deste relatório a UE tinha deixado a importação de crude e gás de fora das sanções) foi o forte aumento dos preços do gás e do petróleo, o que obrigou a uma revisão substancial dos cenários energéticos. Em apenas duas semanas, aumentámos o preço médio previsto em 2022 para o barril de Brent em 16 dólares, atingindo assim os 105, enquanto subimos o do gás natural em 51 euros, atingindo os 125 €/MWh.

Este aumento da fatura energética e o aumento da incerteza gerada pelo conflito explicam que o crescimento estimado para a zona Euro em 2022 tenha um corte de 1,4 p.p., até 2,6%. Trata-se de um corte que não será compensado com o maior crescimento que esperamos para 2023 (+0,3 p. p., até 3,1%). Importa destacar que a economia da zona Euro não perderia o seu nível pré-COVID (que recuperou no 4T 2021) em todo o horizonte da previsão. Por países, as revisões em baixa mais pronunciadas no crescimento de 2022 verificam-se na Alemanha (-2,1 p.p. para 1,2%) e Itália (-1,7 p.p. para 2,4%), dada a sua maior exposição às

1. Consultar «O conflito Rússia-Ucrânia, o novo «cisne negro» de 2022» no IM03/2022.

Global: PIB 2022

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research.

importações de gás proveniente da Rússia e ao maior peso que a indústria tem na sua estrutura económica (sem construção, 22% e 18% de seu VAB, respetivamente), setor especialmente afetado pelo estrangulamento e aumento de preço de grande parte dos seus *inputs*.

Por outro lado, a forte subida já acumulada pelos preços energéticos e as perspetivas de que se mantenham em níveis elevados durante mais tempo explicam a revisão em alta em cerca de 1,0 p.p. da inflação média na zona Euro para 2022, para 5,3%, novo máximo anual desde o início da série (1997).

EUA: resistência em crescimento, agudização nas tensões inflacionistas

Por outro lado, os EUA encontram-se em melhor posição para contornar o impacto da turbulência gerada pelo conflito armado na Ucrânia devido aos seus reduzidos vínculos económicos e ao facto de ser um importante produtor de energia (19% do crude e 24% do gás a nível mundial, em 2020). Porém, o agravamento dos problemas de fornecimentos das cadeias globais, a menor capacidade de compra das famílias no atual contexto de elevada inflação e o aumento das tensões nas condições financeiras devido à retirada de estímulos monetários explicam o corte de 0,3 p.p. no crescimento previsto para 2022, para 3,2%, enquanto revemos em alta em 0,2 p.p., para 2,6%, a previsão para 2023.

Em matéria de inflação, ao impacto da escalada dos preços da energia juntam-se as pressões internas associadas à subida dos salários. Neste sentido, subimos em 0,6 p.p. a nossa previsão para a inflação de 2022, para cerca de 6,5% na média anual.

Países emergentes: o impacto dá-se por blocos

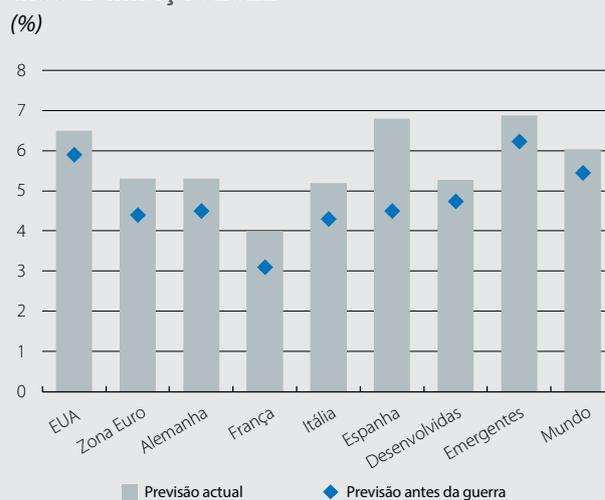
Para as economias emergentes, a sua estrutura produtiva será relevante: aquelas que sejam exportadoras líquidas de matérias-primas serão beneficiadas pela forte subida dos seus preços; enquanto as importadoras líquidas de matérias-primas serão as mais afetadas. Além disso, há que ter em conta o impacto da normalização das condições monetárias por parte da Fed visto que, historicamente, propiciou a saída de capitais nestas economias, o que colocaria os países com debilidades externas (elevado défice da conta-corrente e dívida externa e baixos níveis de reservas) numa situação delicada.

Entre os emergentes, a China seria um caso especial, visto que tanto é produtora, como grande consumidora de *commodities*, pelo que o impacto líquido não é evidente. Mais relevante para as suas perspetivas de crescimento é a aplicação de uma política de COVID zero que estava já a abrandar a atividade nos últimos meses e está a condicionar a revisão em baixa nas previsões de crescimento para 2022 (4,7% vs. 5,7% estimado em fevereiro).

Justifica-se fazer uma referência distinta, às economias da Europa do Leste e da Ásia Central que, pelos seus fortes vínculos económicos e financeiros com a zona em conflito, sofrerão um maior impacto negativo sobre o crescimento que outras regiões. O balanço do impacto líquido no conjunto das economias emergentes é negativo em termos de crescimento (4,0% vs. 4,5% em fevereiro) e em alta na inflação (6,7% vs. 6,2%).

Contudo, a dimensão do impacto económico é ainda bastante incerta e dependerá, em grande medida, da duração do conflito e das políticas económicas que possam ser aplicadas. O que parece evidente é que a guerra provocará um importante corte no crescimento, ao mesmo tempo que levará a um aumento na inflação e será desigual por regiões, sendo a Europa a mais afetada.

Global: inflação 2022



Fonte: BPI Research.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Atividade									
PIB real	-3,4	5,7	0,5	12,2	4,9	5,5	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	16,7	11,9	26,2	13,7	16,0	16,0	12,3	15,8
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	99,1	122,1	116,7	112,9	115,2	111,1	110,5
Produção industrial	-7,2	5,4	-1,6	14,7	5,5	4,4	3,4	3,6	7,5
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,3	61,0	60,0	60,1	58,8	57,6	58,6
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.599	1.588	1.562	1.670	1.754	1.657	1.769
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	249	262	274	283	287	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	6,2	5,9	5,1	4,2	3,9	4,0	3,8
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	57,6	58,0	58,6	59,2	59,5	59,7	59,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,7	-3,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	1,9	4,8	5,3	6,7	7,0	7,5	7,9
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	1,4	3,7	4,1	5,0	5,5	6,0	6,4

JAPÃO

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Atividade									
PIB real	-4,5	1,7	-1,8	7,3	1,2	0,4	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,1	36,3	33,3	35,4	37,3	39,2	39,1	36,7	35,3
Produção industrial	-10,6	5,8	-1,5	19,9	5,9	1,2	2,7	-1,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	5,0	14,0	18,0	18,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,2	0,6	0,3	-0,3	-0,3	-0,8	-1,0
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,5	-0,7	-0,2	0,5	0,8	0,5	0,9
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	0,0	-0,9	-0,5	-0,7	-0,8	-1,2	-0,9

CHINA

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	18,3	7,9	4,9	4,0	-	-	-
Vendas a retalho	-2,9	12,4	34,0	14,1	5,1	3,5	1,7	-	6,7
Produção industrial	3,4	9,3	24,6	9,0	4,9	3,9	4,3	-	7,5
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	51,3	51,0	50,0	49,9	50,3	50,1	50,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	681	621	605	636	681	681	704	699
Exportações	3,6	30,0	48,9	30,7	24,4	23,1	20,8	24,1	6,2
Importações	-0,6	30,1	29,4	44,1	25,4	23,6	19,5	19,8	10,4
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	0,0	1,1	0,8	1,8	1,5	0,9	0,9
Taxa de juro de referência ³	3,9	3,8	3,9	3,9	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,3

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-0,8	5,5	2,6	12,7	2,5	4,1	2,1	7,8	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-7,9	8,9	4,8	24,4	6,0	0,3	2,0	-1,3	...
Confiança do consumidor	-14,3	-7,6	-13,8	-5,5	-4,6	-6,7	-8,4	-8,5	-8,8
Sentimento económico	88,0	110,1	94,6	113,2	116,8	115,7	113,8	112,7	114,0
PMI indústrias	48,6	60,2	58,4	63,1	60,9	58,2	58,0	58,7	58,2
PMI serviços	42,5	53,6	46,9	54,7	58,4	54,5	53,1	51,1	55,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	-1,5	...	-1,7	2,0	2,1	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	...	8,2	8,0	7,5	7,1	7,0	6,8	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,9	...	3,9	3,6	3,4	3,2	3,2	3,1	...
França (% pop. ativa)	8,0	...	8,0	8,2	7,9	7,3	7,2	7,0	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	...	10,1	9,8	9,1	9,1	9,0	8,8	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	-6,5	5,6	-0,9	14,6	4,0	4,6	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-4,9	3,1	-2,8	10,4	2,9	1,8	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	-8,0	7,4	1,7	19,0	3,5	5,4	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	-9,1	7,0	0,1	17,6	3,9	6,2	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Inflação geral	0,3	2,6	1,1	1,8	2,8	4,6	5,0	5,1	5,9
Inflação subjacente	0,7	1,5	1,2	0,9	1,4	2,4	2,6	2,3	2,7

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Balança corrente	2,1	2,8	2,8	3,1	3,1	3,1	5,6	5,3	...
Alemanha	7,1	7,4	7,5	8,1	8,1	7,9	7,4	7,2	...
França	-1,9	-0,9	-1,8	-1,6	-1,2	-0,9	-0,7	-0,7	...
Itália	3,7	3,3	3,8	4,3	4,2	4,1	1,6	1,4	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,9	94,2	95,3	95,0	94,0	92,6	92,3	92,3	92,5

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	12/21	01/22	02/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	6,4	2,3	1,8	3,3	4,3	4,4	4,4
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	3,1	3,9	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,1	1,1	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	16,1	12,4	11,4	10,5	10,2	9,3	9,2
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	1,0	-0,6	-2,0	-1,5	-1,5	-0,2	-0,3
Instrumentos negociáveis	8,2	11,4	13,8	12,2	10,2	9,2	6,1	0,5	-0,5
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

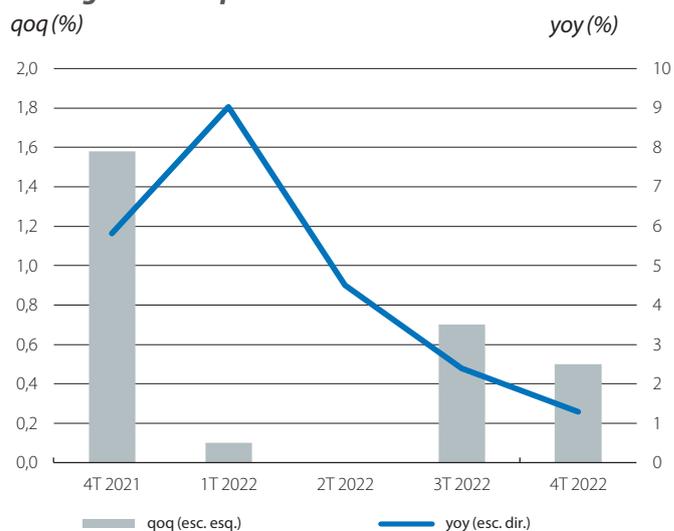
Conflito atrasa, mas não põe em causa a recuperação

O conflito na Ucrânia irá condicionar a velocidade de recuperação da economia, atrasando para 2023 o momento em que o PIB recuperará os níveis pré-pandemia (antes do conflito, estimávamos que tal ocorresse em meados deste ano). O impacto negativo que o aumento dos preços dos bens energéticos irá ter na atividade, aliado a comportamentos mais cautelosos por parte dos agentes económicos irão reduzir o crescimento para 4,2% este ano, apenas menos 7 décimas do que a nossa anterior previsão, o que se explica pelo facto do crescimento no 4T 2021 ter sido mais forte do que prevíamos, compensando parte dos impactos desfavoráveis (ver focus «Portugal: Qual o impacto do conflito na Ucrânia no crescimento?» neste IM). Esta previsão está sujeita a um elevado grau de incerteza e com riscos negativamente enviesados, mas ainda assim conservadora, sobretudo tendo em conta outras previsões (p. ex, Banco de Portugal avança com 4,9% em 2022). Embora alertando para os riscos, que são negativos, o banco central justifica a manutenção de um cenário de forte recuperação com os fundos europeus, as poupanças acumuladas pelas famílias durante os períodos de confinamento (e que permitirão absorver o impacto do aumento dos preços) e a permanência de condições financeiras favoráveis, associado à expectativa de que o conflito armado na Ucrânia não se agravará. Entretanto, o indicador diário do Banco de Portugal cresceu, em média, em torno de 8% homólogo, o que poderá traduzir-se num crescimento mais forte do PIB no 1T 2022 do que o incorporado nas nossas previsões.

Inflação supera a barreira dos 5%. Março marca o sexto mês consecutivo de aumento da inflação, que, de acordo com a estimativa do INE, ter-se-á cifrado em 5,3% (4,2% em fevereiro) e a inflação subjacente em 3,8% (3,2% em fevereiro). Esta é a subida mais elevada desde junho de 1994 e acontece num contexto geopolítico adverso a nível europeu, que está sobretudo a refletir-se nos preços dos produtos energéticos. Em Portugal, constata-se o alastrar de taxas de inflação mais elevadas a um maior número de rúbricas do IPC, com destaque para a categoria de Produtos Alimentares. Nos próximos meses, as pressões inflacionistas manter-se-ão elevadas, suportando a nossa recente revisão em alta para 5,4% em termos médios, em 2022.

Para as contas externas, o Banco de Portugal prevê que a balança corrente e de capital se torne deficitária em 2022 (-0,7% do PIB), reflexo do aumento do preço do petróleo para 103,6 dólares (semelhante aos 105 dólares do cenário BPI). Este impacto desfavorável nas contas externas do encarecimento dos bens energéticos é já evidente no primeiro mês de 2022, em que o saldo da balança energética foi de -629 milhões de euros, uma piora de 67% homólogo, reflexo do incremento de quase 60% no valor importado e de 49% no valor exportado, o que compara com variações nas quantidades importadas e exportadas de combustíveis e afins de, aproximadamente, 5% e -5%, respetivamente. Para 2023-24, o banco central estima o retorno a terreno positivo das contas externas, beneficiando da receção dos fundos europeus (que, em média neste período, representarão 3,9% do PIB) e da melhoria da balança turística.

Portugal: novas previsões



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

Portugal: semáforo da inflação

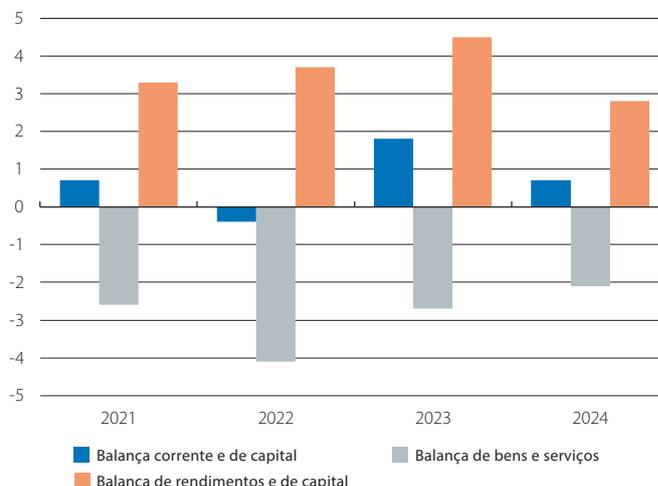
(% do cabaz do IPC)



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

Portugal: balança corrente e de capital

% do PIB



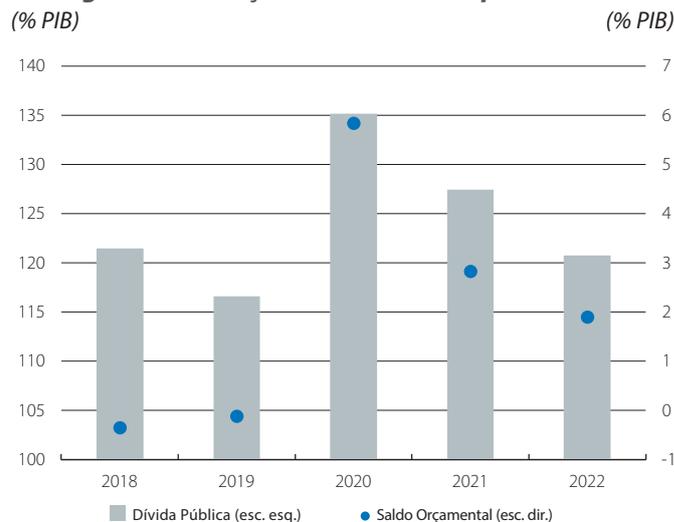
Fonte: Banco de Portugal.

Conflito deverá impedir maior consolidação das contas públicas em 2022. O défice orçamental melhorou consideravelmente em 2021, para 2,8% do PIB (-5,8% em 2020), abaixo da previsão do Governo (-4,3%). Para isso contribuiu o crescimento considerável da receita (+10% homólogo), nomeadamente a receita fiscal e contributiva, que excedeu o orçamentado perante o comportamento positivo do mercado de trabalho e crescimento dinâmico da procura interna. A incorporação dos dados finais para 2021 levaria a que a nossa previsão para 2022 (de -2,9%) fosse revista para valores inferiores a 2%; no entanto, o conflito Rússia-Ucrânia já obrigou à implementação de medidas para apoiar famílias e empresas perante o agravamento dos preços, ao mesmo tempo que a arrecadação de impostos e contribuições pode ser restringida pelo abrandamento do emprego e consumo. A estimativa inicial para o impacto orçamental destas medidas ronda os 520 milhões de euros, de acordo com o Programa de Estabilidade 2022-2026, documento onde o Governo antecipa um crescimento do PIB de 5,0% em 2022, redução da taxa de desemprego para 6,0%, e aumento da taxa de inflação para 2,9%. Neste contexto, o Executivo avança com uma estimativa de défice de 1,9% do PIB este ano e redução do rácio de dívida pública para 120,8% (127,4% em 2021), expectativa que parece otimista no atual contexto.

2021, um ano de valorização no imobiliário residencial. Os dados do índice de Preços da Habitação do 4T 2021 situaram a valorização média anual dos imóveis em 9,4%, reforçando a tendência de 2020 (8,8%). O bom desempenho do setor pode, em grande parte, ser explicado pela força da procura – o número de transações em 2021 foi o maior da série (165.000) e 7% acima do melhor registo anual anterior (de 2018, 154.000). Por outro lado, a oferta de habitação nova também é escassa: apesar de os novos edifícios de habitação concluídos em 2021 terem crescido 11% em cadeia, a soma de edifícios concluídos nos últimos dois anos é inferior à registada anualmente entre 2003 e 2009. Em janeiro de 2022, o indicador de confiança divulgado pela Confidencial Imobiliário situava-se também em terreno amplamente positivo. Todavia, nenhum destes dados incorpora ainda consequências do conflito em curso na Ucrânia. Perante os possíveis impactos ao nível dos orçamentos familiares (via inflação) e da confiança dos agentes, antecipamos uma valorização mais moderada deste mercado em 2022.

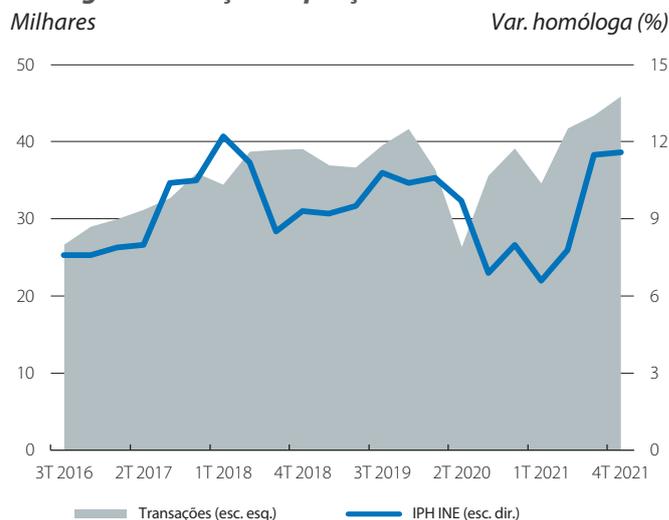
Crédito malparado sem sinais de agravamento. A carteira de crédito ao sector privado não financeiro manteve a trajetória positiva em fevereiro (2,7% homólogo), com o comportamento positivo da carteira de crédito à habitação (+2,9%) e das respetivas novas operações (+28,1% no acumulado do ano até fevereiro). Por sua vez, o crédito ao consumo manteve dinamismo (3,7%), enquanto a carteira de crédito às empresas desacelerou para 1,6% (2,6% em janeiro). A situação que se vive na Ucrânia poderá afetar também este mercado dado impacto na confiança dos consumidores, redução do poder de compra e adiamento de decisões de consumo e investimento. Acresce ainda o impacto da recente recomendação do Banco de Portugal, que faz depender a maturidade máxima dos novos créditos aos consumidores à sua idade. Entretanto, o crédito malparado continua a reduzir, com o rácio de NPLs a atingir os 3,6% no 4T, -0,4 p.p. face ao 3T, refletindo, em larga medida, a redução do crédito malparado.

Portugal: défice orçamental e dívida pública



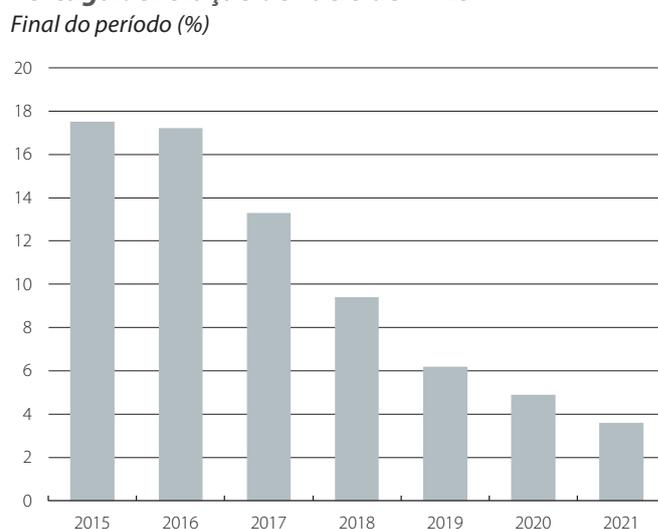
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

Portugal: transações e preços das casas



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

Portugal: evolução do rácio de NPLs



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

Portugal: Qual o impacto do conflito na Ucrânia no crescimento?

Até 24 de fevereiro, quando as tropas russas invadiram a Ucrânia, as perspetivas para o crescimento da economia portuguesa em 2022 eram muito positivas. Por um lado, porque a dinâmica que vem de 2021 gera, por si só, um crescimento de 3,7 p.p. (chamado efeito *carry*) e por outro porque se esperavam bons desempenhos no investimento, consumo e exportações. O investimento beneficiando da receção dos fundos europeus e implementação do PRR; o consumo da acumulação de poupanças e intenções adiadas durante os confinamentos; e o turismo da recuperação da mobilidade permitida pelo controle da pandemia. Em suma, antes do dia 24 de fevereiro preparávamo-nos para rever em alta o ritmo de crescimento esperado em 2022 (4,9%) para 5,5%-6%.

Mas os acontecimentos daquele dia vieram inverter a tendência da revisão de positiva para negativa. Apesar do elevado nível de incerteza dos impactos que a guerra poderá ter no crescimento – que dependem, por exemplo, da duração do conflito e dos efeitos das sanções impostas à Rússia – estimamos que em 2022, o crescimento poderá reduzir-se para 4,2%, menos 7 décimas do que a nossa anterior previsão.

Provavelmente, o impacto mais significativo virá do aumento dos preços do gás e do petróleo, mas outros impactos, sobretudo relacionados com a confiança dos agentes económicos podem ser sentidos, nomeadamente a recuperação mais lenta do turismo e o agravamento do prémio de risco de Portugal.

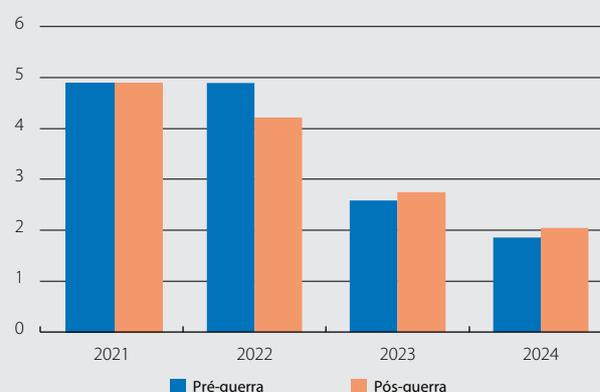
Como ponto de partida para estimarmos a nova taxa de crescimento esperada em 2022, refere-se que o facto do crescimento no 4T 2021 ter sido muito mais forte do que o incorporado nas nossas previsões tem um impacto positivo equivalente a 1 p.p. no crescimento de 2022, compensando parte dos impactos negativos derivados do conflito.

Dito isto, num cenário em que o preço médio do petróleo se situe em torno dos 105 dólares por barril (cerca de mais 16 dólares que no nosso cenário inicial) e que o gás aumente, em termos médios, para níveis em torno de 125 euros por megawatt, mais 50 euros e admitindo, como hipótese razoável, que a procura deste tipo de bens é relativamente rígida (dado que o consumidor não consegue facilmente substituí-los perante um aumento de preço), estimamos que este encarecimento dos preços da energia retire 1,1 p.p. ao crescimento.

1. BCE irá terminar este ano o programa de compra de dívida, mas continuará a reinvestir o capital que, entretanto, atinge a maturidade, assegurando uma importante presença no mercado de dívida soberana.

Portugal: evolução do crescimento antes e depois da guerra

Crescimento anual (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

O atraso na recuperação do turismo também terá um impacto negativo. Embora mais difícil de estimar, na medida em que Portugal poderá beneficiar de maior procura por deslocamento de procura de territórios mais próximos do conflito e também porque é percecionado como um destino seguro, é provável que os movimentos turísticos diminuam, refletindo por um lado a deterioração da confiança das famílias, e por outro, a necessidade destas alocarem mais rendimento à compra de bens energéticos, reduzindo o rendimento disponível para aquisição de outros tipos de bens e serviços, nomeadamente os turísticos. No final os efeitos negativos tenderão a sobrepor-se, estimando-se que a quebra do turismo retirará 3 décimas ao crescimento.

O agravamento dos custos de financiamento da economia portuguesa, associados ao fim dos programas de compra de dívida do BCE¹ ou a movimentos de fuga para a qualidade comuns em períodos de maior incerteza, também terá um impacto desfavorável no crescimento, reduzindo em 2 décimas o crescimento.

Finalmente, outros impactos associados ao adiamento de decisões de consumo e de investimento, motivadas tanto pela maior incerteza como à necessidade de gastar mais em energia, poderá retirar 1 décima ao crescimento.

Enfim, esta primeira tentativa de construção de um novo cenário para o crescimento da economia portuguesa, tendo em conta o conflito Rússia-Ucrânia e admitindo que as tensões se desagravam ao longo da segunda metade do ano, atrasa para o início de 2023 a recuperação dos níveis pré-covid, (antes meados de 2022) mas não porá em causa esta recuperação.

Portugal: os primeiros ricochetes da guerra na Ucrânia

A exposição de Portugal aos países em conflito é bastante limitada em termos comerciais. Como pode ser visto no quadro seguinte, que sintetiza as principais categorias de produtos alvo de trocas, as exportações para estes países representam apenas 0,4% das exportações totais e 1,7% do total das importações. No entanto, existe algum peso em alguns produtos em particular, com destaque para as importações de GNL da Rússia (16,6% do total das importações nacionais deste produto) e das importações de milho e óleo de girassol da Ucrânia (34,7% e 31,2% das importações totais destes produtos, respetivamente).

Em termos energéticos, a Rússia foi o terceiro principal fornecedor de gás natural de Portugal em 2021, mas com apenas 10% das importações totais, atrás da Nigéria e EUA (49% e 33%, respetivamente). Por outro lado, em 2021, não houve qualquer compra de petróleo bruto à Rússia (em 2020, representou cerca 4% do total importado).

Com esta análise, fica claro que, em termos comerciais, excetuando alguns dos produtos mencionados, a exposição direta aos países beligerantes é baixa. Contudo, os

efeitos vão além disso, e refletem-se sobretudo nos preços das *commodities* energéticas e alimentares. Mesmo que Portugal não importe diretamente da Rússia ou da Ucrânia, a antecipação de um conflito a arrastar-se no tempo, com sanções e os receios de diminuição global da oferta de algumas matérias-primas tem feito escalar os preços destes bens.

Logo no primeiro dia da invasão, os preços do gás aumentaram mais de 50% e chegaram a superar os 220€/MWh à medida que o discurso russo e as sanções se agravavam (face a 73€/MWh a 21 de fevereiro). Com isto, os preços da eletricidade no mercado grossista aumentaram vertiginosamente, enquanto o petróleo, por sua vez, aproximou-se dos 130 dólares, trazendo à memória o máximo de 2008 (146 dólares). À data em que escrevemos este artigo, os preços já corrigiram, mas os contratos de futuros continuam a apontar para níveis elevados nos próximos meses, exacerbando os receios do aumento da fatura energética das famílias e empresas (ver ponto seguinte deste artigo). Estimamos que um aumento de 10\$ por barril tire 0,3 p.p. ao crescimento do PIB e um aumento de 30€/MWh no gás tire mais 0,4 p.p.

Relações comerciais com os países em conflito

Em % das Importações/Exportações

	Rússia	Bielorrússia	Ucrânia	Total
Importações				
Total	1,3%	0,0%	0,4%	1,7%
Produtos minerais	7,4%	0,0%	0,0%	7,4%
Dos quais Argilas, andaluzite, cianite e silimanite	0,0%	0,0%	6,3%	6,3%
Dos quais Óleos da destilação dos alcatrões de hulha	91,2%	0,0%	0,0%	91,2%
Dos quais Gás natural, liquefeito	16,6%	0,0%	0,0%	16,6%
Produtos do reino vegetal	0,1%	0,0%	4,7%	4,8%
Dos quais Milho	0,9%	0,0%	34,7%	35,6%
Gorduras e óleos animais, vegetais e ceras	0,0%	0,0%	4,0%	4,0%
Dos quais óleo de girassol	0,0%	0,0%	31,2%	31,2%
Madeira, cortiça, carvão vegetal e obras de madeira	2,8%	0,0%	0,3%	3,1%
Dos quais Madeira e carvão vegetal	3,4%	0,0%	0,4%	3,8%
Metais comuns e suas obras	1,5%	0,0%	0,7%	2,2%
Dos quais ferro fundido, ferro e aço	3,1%	0,1%	1,5%	4,7%
Dos quais titânio	11,8%	0,0%	0,0%	11,8%
Dos quais Berílio, cromo, germânio, e sucata destes materiais	14,7%	0,0%	0,0%	14,7%
Exportações				
Total	0,3%	0,0%	0,1%	0,4%
Madeira, carvão vegetal e obras de madeira; cortiça e cestaria	1,5%	0,1%	0,3%	1,9%
Dos quais cortiça e suas obras	2,4%	0,1%	0,4%	2,9%
Animais vivos e produtos do reino animal	1,2%	0,1%	0,0%	1,4%
Dos quais ovos de aves, com casca	17,5%	0,0%	0,0%	17,5%
Produtos das indústrias alimentares/bebidas	0,6%	0,0%	0,2%	0,8%
Dos quais Preparações de produtos hortícolas e de frutas	2,1%	0,0%	0,0%	2,1%
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante	0,8%	0,0%	0,1%	0,8%
Mercadorias e produtos diversos	0,6%	0,0%	0,0%	0,6%
Dos quais Mobiliários, colchões, almofadas	0,6%	0,0%	0,0%	0,6%

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

A esta pressão junta-se o aumento dos bens alimentares, já que a Rússia e a Ucrânia são importantes fornecedores de cereais e fertilizantes, e porque este é um dos setores mais sensíveis ao aumento do custo de transporte. Neste contexto, o aumento dos custos irá contribuir ainda mais para a aceleração da taxa de inflação, reduzindo o poder de compra das famílias, o investimento e as margens das empresas, dada dificuldade de refletir o total de acréscimo de custos no preço de venda.

Este conflito agrava também as já existentes disrupções nas cadeias de abastecimento globais, às quais se junta o clima de elevada incerteza e deterioração da confiança dos agentes económicos, com implicações de adiamento nas decisões de consumo e de investimento. Nos mercados financeiros, tem ainda impacto na fuga dos investidores para ativos de refúgio, agravando as *yields* das dívidas soberanas dos países mais endividados, como Portugal, e os respetivos prémios de risco.

A guerra tira energia à economia

A energia é um tema especialmente sensível por três aspetos. Primeiro, porque tem sido o principal *driver* da inflação em Portugal desde meados de 2021, com taxas homólogas sucessivamente acima de 5%. Segundo, porque também afeta diretamente as famílias, por exemplo, nos custos de mobilidade e aquecimento da habitação. Terceiro, porque é um *input* para a produção de outros bens e serviços.

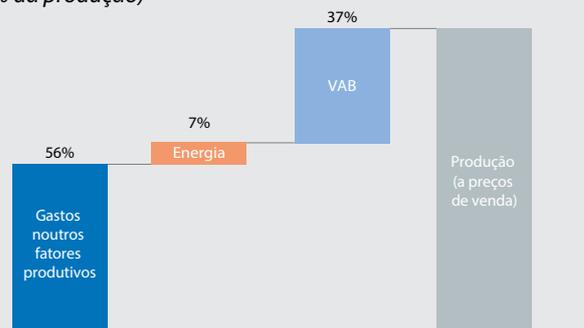
Em relação a este último aspeto, é preciso referir que o aumento dos custos energéticos não afeta da mesma forma os diferentes setores de atividade. Olhando para o total da estrutura de contabilidade nacional do tecido empresarial, os custos da energia representam 7% da produção (a preços de venda).¹ Contudo, existem setores mais expostos, como a agricultura e produção animal (onde o peso da energia na produção é de 11%), restauração (14%), pesca (17%), indústria extrativa (19%) e transportes terrestres (29%). Como o peso dos gastos noutros fatores produtivos além da energia são diferenciados entre os setores, o impacto no VAB² gerado também difere. Assim, efetuámos um exercício assumindo a manutenção dos preços de venda, do peso dos outros gastos e considerando um aumento de 50% dos preços da energia. Neste cenário, o potencial de redução médio do VAB é de 10%, mas destacam-se novamente a agricultura (com um potencial de redução de 20%), a pesca (19%), a indústria extrativa (25%) e o importante setor da indústria alimentar (-14%). Nos transportes terrestres, o potencial de redução do VAB nesta estimativa atinge uns inquietantes 39%. Este exercício é útil porque nos permite, em primeira instância, perspetivar os setores da economia onde a pressão para subir preços é maior num contexto de inflação energética. Além disso, evidencia a pressão para aumento de preços em setores que servem de correia de transmissão da inflação para outros produtos e serviços, como os transportes.

1. Para apurar o peso dos custos com energia na produção partimos dos dados sobre os pesos médios da despesa com energia no total do VAB do artigo Amador, J.; (2022). «Mix e intensidade energética em Portugal: retratos com dados agregados e de empresa», Banco de Portugal.

2. Valor Acrescentado Bruto, que corresponde ao valor da Produção (a preços de venda) subtraídos de Gastos noutros fatores produtivos (incluindo a energia), mas excluindo remunerações.

Estrutura de contabilidade nacional do tecido empresarial português

(% da produção)



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

Naturalmente, a capacidade para passar o incremento dos custos energéticos para o cliente (e para o consumidor final) difere entre setores, dimensão das empresas, e natureza das relações comerciais e contratuais estabelecidas. Contudo, se conjugarmos isto com a crescente escassez de recursos humanos,³ percebemos que acomodar um aumento de custos da energia não pode ser feito via congelamento de salários ou de pagamento de salários mais baixos a novos empregados, mas sim através do ajuste em alta do preço final praticado. No limite, poderemos ter empresas que optem por reduzir ou parar a produção, reduzindo a oferta global e, novamente, colocando pressão para aumento de preços.

Do lado das famílias, este aumento de preços também se reflete de forma diferenciada, pois a estrutura dos gastos em consumo difere com o rendimento. Numa família de rendimentos mais baixos (primeiro quintil), as despesas em alimentação, transportes, alojamento, água, eletricidade, gás e outros combustíveis representam 65,8% da sua estrutura de consumo. Por sua vez, numa família de rendimentos mais altos (quinto quintil), as mesmas despesas correspondem a 55,7%.⁴ Como estas são as categorias atualmente mais pressionadas pelo aumento de preços, significa que são também as famílias de menores rendimentos as que sentem de forma mais gravosa o impacto da inflação.

Em suma, o choque decorrente da guerra tem impacto direto moderado pois os países em confronto são parceiros comerciais com pouca expressão na economia portuguesa. No entanto, é impossível ficar imune aos efeitos no âmbito energético e das *commodities* alimentares, que ampliam o aumento que já se vinha a verificar ao nível da inflação nos últimos meses. Estes e outros efeitos justificam o ajustamento das nossas previsões de inflação, antecipando agora uma média de 5,4% em 2022; e também para o andamento da atividade, alteração que detalhamos no artigo «Portugal: Qual o impacto do conflito na Ucrânia no crescimento?», publicado nesta edição.

3. Dados do Eurostat indicam que, por exemplo, a taxa de empregos vagos da Indústria (excluindo Construção) quase duplicou comparando o 3T 2020 e 3T 2021 (de 0,6% para 1,1%).

4. Os dados relativos à distribuição do consumo por quintis de rendimento são provenientes do Eurostat (Inquérito aos orçamentos familiares de 2015).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Índice coincidente para a atividade	-5,3	2,6	2,4	4,8	5,2	...	5,5	5,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	25,0	-4,7	-1,5	...	-3,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,8	-5,7	-5,0	-1,5	-2,7	-1,2	-1,5	-0,5	-1,6
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	11,9	-28,8	-1,6	-7,6	...	12,8	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	58,2	22,1	17,2	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	8,5	8,7	11,0	...	10,4	11,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-74,2	-38,7	52,0	...	92,7	176,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-21,6	-2,9	-9,9	5,5	11,9	9,5	10,7	9,1	8,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,5	16,0	2,8	6,7	...	10,5	15,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,2	4,5	7,0	6,4	...	5,4	4,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-17,3	-13,6	-13,5	-19,3	-18,7	-17,1	-22,1
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	...	4,6	4,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	...	5,8	5,8	...
PIB	-8,4	4,9	16,5	4,4	5,9	...	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Inflação global	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	3,8	3,3	4,2	5,3
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	2,8	2,4	3,2	3,8

Setor externo

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	...	21,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	21,2	1,8	10,3	21,2	...	26,4	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,4	-1,6	-1,9	-2,4	...	-2,6	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,6	-4,1	-4,4	-5,6	...	-6,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	...	3,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	0,0	1,4	0,6	1,5	1,4	...	0,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	...	9,1	8,3	...
À vista e poupança	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	...	15,7	14,2	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	...	1,4	1,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-15,0	-5,2	-4,1	...	-1,6	-2,1	...
TOTAL	8,9	9,0	7,7	8,2	9,0	...	8,8	8,0	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	...	3,0	2,7	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	...	2,6	1,6	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	...	2,9	2,9	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	...	4,1	4,7	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	...	4,5	6,0	...
TOTAL	4,2	2,9	4,4	4,2	2,9	...	3,0	2,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	4,9	3,6	4,3	4,0	3,6	...	-	-	-

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

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

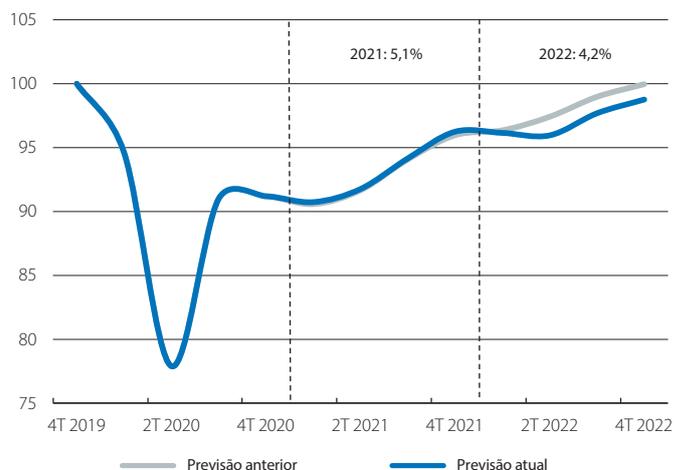
A economia espanhola começa a ser afetada pela guerra na Ucrânia

A guerra na Ucrânia terá um impacto significativo na economia espanhola e alguns efeitos já se estão a manifestar. Assim, o nosso cenário atual projeta um crescimento da economia espanhola de 4,2% em 2022. Trata-se de uma taxa de crescimento significativa, mas inferior em 1,3 p.p. face ao contexto anterior à guerra na Ucrânia (para obter informações mais detalhadas, consulte Foco «A guerra entre a Rússia e a Ucrânia vai travar a recuperação da economia espanhola» nesta edição da *Informação Mensal*). Na altura da redação do presente relatório, poucos indicadores económicos pós-invasão tinham ainda sido publicados. No entanto, com os escassos dados disponíveis, podemos já interpretar alguns sinais. Assim, no lado negativo da balança, no mês de março assistiu-se a uma forte deterioração da confiança dos consumidores e a um aumento substancial da inflação. Isto confirma que a elevada incerteza e o aumento dos preços são dois dos principais canais de impacto da guerra na Ucrânia sobre a economia espanhola. Em contrapartida, outros indicadores revelam uma maior resiliência do que aquela que se poderia esperar. Em particular, os PMI abrandaram, mas surpreenderam pelo lado positivo e permaneceram na zona de expansão (>50 pontos), enquanto o mercado laboral resistiu e continuaram a ser criados empregos, embora a um ritmo mais moderado.

Os indicadores de sentimento empresarial e de confiança retrocederam em março. Em particular, o PMI da indústria transformadora, que reflete o sentimento empresarial, continuou em março numa posição confortável de expansão (54,2 pontos), mas caiu 2,7 pontos face a fevereiro, afetado pelo aumento dos custos de produção, problemas de abastecimento e greves dos transportadores. Este é o nível mais baixo desde março de 2021. O PMI relativo aos serviços também diminuiu em 3,2 pontos, para 53,4 pontos. Os indicadores de confiança também diminuíram significativamente em março. Por um lado, o índice de confiança na indústria da Comissão Europeia caiu 4,7 pontos face a fevereiro, enquanto o índice de confiança dos consumidores do mesmo organismo caiu de forma ainda mais acentuada (-17,9 pontos face a fevereiro).

O mercado de trabalho aguenta a investida da guerra na Ucrânia. Assim, a criação de emprego revelou-se mais moderada em março, mas menos do que seria de esperar considerando a elevada incerteza devido à guerra e às paragens em vários setores. Em concreto, em termos ajustados de sazonalidade, as inscrições na Segurança Social espanhola aumentaram em 23.998 pessoas em março (37.726 em fevereiro), de tal modo que o crescimento trimestral do emprego efetivo no 1T foi de 1,07% (2,1% no 4T 2021). Verificou-se também um ligeiro aumento das ERTE não COVID, embora inferior ao esperado (de 13.575 no final de fevereiro para 17.162), e em termos ajustados de sazonalidade o desemprego aumentou em 25.682 pessoas (o primeiro aumento

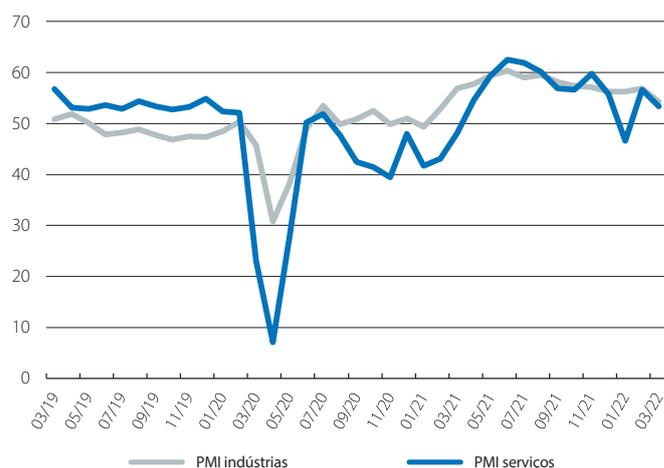
Espanha: evolução do PIB real
(100 = 4T 2019)



Fonte: BPI Research.

Espanha: PMI

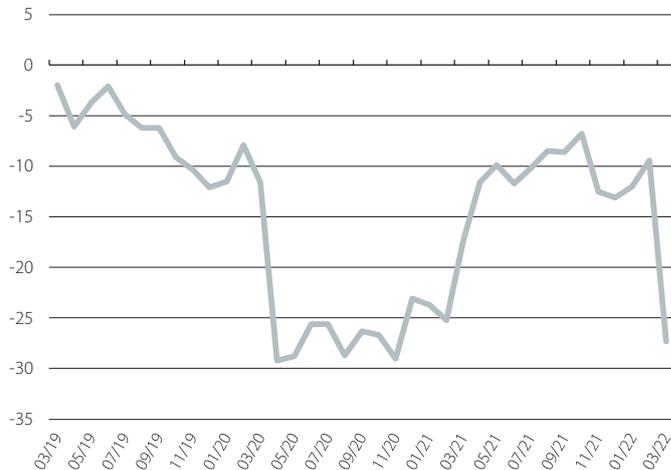
Nível



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

Espanha: indicador de confiança do consumidor

Nível



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

desde abril de 2021). Em termos positivos, é importante destacar a melhoria significativa no número de contratos sem termo: a percentagem de trabalhadores com contratos sem termo é de 75%, 5 pontos mais elevada do que antes da pandemia.

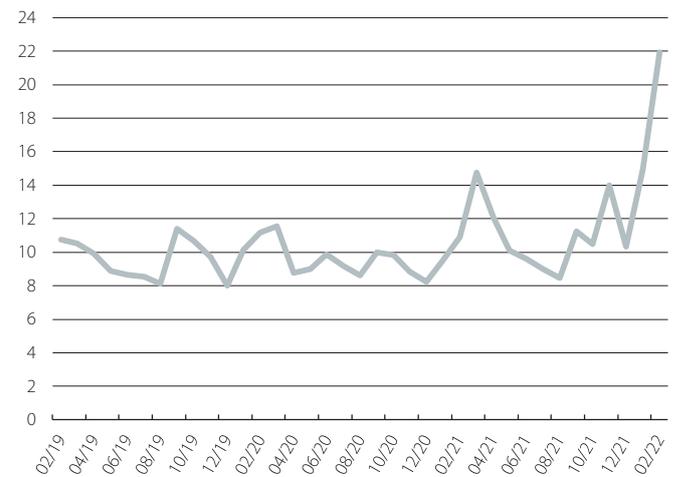
A inflação subiu substancialmente em março. No primeiro mês em que o impacto da guerra se reflete nos preços ao consumidor, a inflação global subiu para 9,8% (7,6% em fevereiro), de acordo com os dados divulgados pelo INE de Espanha. A confirmar-se, este será o nível mais elevado desde maio de 1985. O aumento da inflação em março foi impulsionado por um aumento generalizado dos preços da maioria das componentes. Neste sentido, a inflação subjacente recuperou para 3,4% (3,0% em fevereiro). Importa referir que os principais canais de transmissão do conflito na Ucrânia (aumentos nos preços do gás, que se repercutem nos preços da eletricidade, do petróleo e dos alimentos) encontram-se já refletidos nos dados de março relativos à inflação. Os preços elevados da energia continuaram a repercutir-se noutras componentes do cabaz de consumo, uma vez que os custos de transporte e de produção aumentaram. Esta tendência continuará a impulsionar a inflação subjacente em alta.

O défice público encerrou nos 6,9% do PIB, em 2021. O défice das Administrações Públicas foi de 82.819 milhões de euros em 2021, o que representa 6,9% do PIB o que, comparado com o défice de 10,3% em 2020, revela que a recuperação económica contribuiu para reduzir o défice: as receitas aumentaram 13,2% em relação a 2020 e as despesas 5,2%. Excluindo o impacto da Sareb (cerca de 1.300 milhões de euros), o défice foi de 6,8% do PIB. O valor do défice, embora elevado, foi inferior à previsão do Governo espanhol (que estimava 8,4% do PIB). Por sua vez, o rácio de dívida pública em 2021 foi revisto em baixa em 3 décimas do PIB (de 118,7% para 118,4%), um valor 1,6 p.p. inferior ao do final de 2020, mas 22,9 p.p. acima do valor de 2019. Por outro lado, o Governo apresentou um plano de choque para amortecer o impacto da guerra da Ucrânia (veja-se o Focus «Chaves do Plano de choque: que medidas vão ser tomadas em Espanha para atenuar o impacto da guerra da Ucrânia?» neste mesmo relatório) dotado com 6000 milhões de euros (0,5% do PIB).

A balança comercial é afetada pela deterioração do défice energético. Assim, o saldo comercial em janeiro revelou um défice de 6.123 milhões de euros, o triplo do valor do ano anterior e o pior registo num mês de janeiro desde 2008. Tanto os défices não energético como energético aumentaram: o saldo não energético apresentou um défice de 2.901 milhões de euros (défice de 253 milhões de euros em janeiro de 2021) devido a um dinamismo das importações (32,5%) superior ao das exportações (19,3%), enquanto o défice energético ascendeu a 3.222 milhões de euros (défice de 1.516 milhões de euros em janeiro de 2021) devido a um aumento acentuado dos preços das importações de bens energéticos de 46,4% em termos homólogos. Este é um primeiro sinal de que o saldo da conta corrente irá diminuir significativamente em 2022, em grande parte devido à deterioração do saldo energético como resultado do aumento dos preços da energia, uma tendência que se acentuará ainda mais devido à guerra na Ucrânia.

Espanha: contratos sem termo

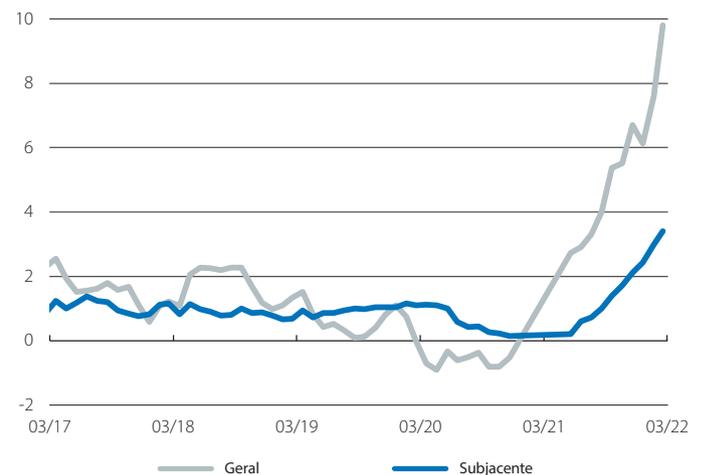
(% sobre o total de contratos registados no mês)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do MITES.

Espanha: IPC

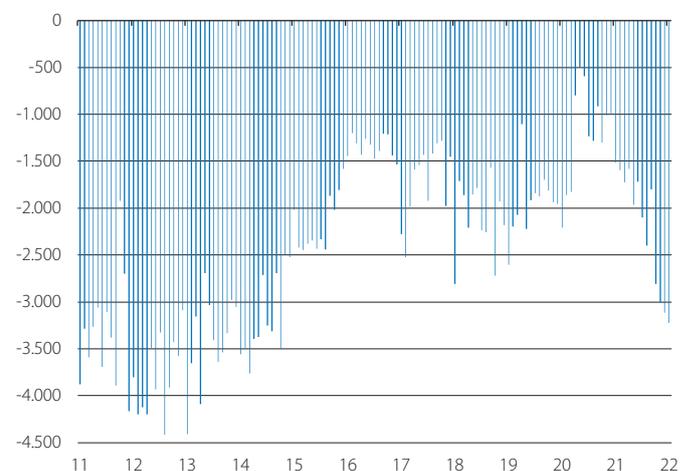
Variação homóloga (%)



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

Espanha: saldo da balança energética

(Dados mensais em milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos serviços aduaneiros espanhóis.

A guerra entre a Rússia e a Ucrânia irá abrandar a recuperação da economia

A eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia implica uma revisão das perspectivas para a economia espanhola. O impacto do conflito, cujo alcance e duração ainda são incertos, está a materializar-se sobretudo através de três canais. Em primeiro lugar, ao ser um importador líquido de matérias-primas como gás natural e petróleo, Espanha terá de pagar mais pela energia.¹ Em segundo lugar, a incerteza associada ao conflito e as próprias implicações que derivam deste irão influenciar as decisões de despesa dos agentes económicos. Por fim, o conflito também irá refletir-se através do canal comercial: embora a exposição direta das exportações e importações espanholas para e derivadas da Rússia e da Ucrânia seja limitada, a deterioração do contexto económico internacional e as disrupções que podem verificar-se nas cadeias globais de fornecimento podem ter um impacto relevante.²

Quando o cenário macroeconómico está tão relacionado com a evolução de um fator concreto, como neste caso o conflito bélico, não é possível apresentar um plano de previsões que não esteja condicionado por uma previsão sobre a sua evolução. O nosso cenário baseia-se no pressuposto de que o conflito começará a abrandar a partir de meados deste ano. Esta hipótese reflete-se nas previsões do preço da energia. Embora, neste cenário, estejamos a prever um preço do Brent a 105 dólares por barril na média do ano (cerca de 15 dólares acima do que prevíamos antes do conflito), prevê-se que em dezembro de 2022 o preço do petróleo em bruto se situaria perto dos 90 dólares por barril.

Espanha: projeções macroeconómicas

A tabela apresenta as previsões para o novo cenário. Como se pode observar, revimos o crescimento anual do PIB em baixa em 1,3 p.p., até 4,2%. O aumento do preço da energia explica 0,8 dos 1,3 p.p. O restante poderá ser atribuído aos restantes fatores: a maior incerteza, o canal comercial e as interrupções nas cadeias de fornecimento. No entanto, apesar da revisão, o crescimento previsto para o conjunto do ano continua a ser substancial, acima dos 4%. Uma nova fase da pandemia, a poupança acumulada nos dois últimos anos, a implementação dos fundos europeus e a recuperação do turismo continuarão a proporcionar um apoio significativo à recuperação.

O abrandamento da atividade deve-se ao mercado de trabalho. Prevê-se que o crescimento do emprego modere

1. Para mais informação acerca do impacto do aumento do preço do gás e do petróleo na nossa economia, consulte o Focus «O impacto do aumento do preço do petróleo e do gás em Espanha: possíveis cenários» do IM03/2022.

2. A título de exemplo, a Rússia é uma grande exportadora mundial de alguns dos principais metais industriais: neón (70%), paládio (46%), níquel bruto (28%), platina (15%), alumínio (10%) e ouro (9%). Ainda que as importações diretas da Espanha destas matérias-primas provenientes da Rússia sejam praticamente nulas, o impacto pode chegar através das cadeias de produção global, visto que estes materiais são utilizados nas primeiras fases das cadeias de produção de produtos intermédios usados em vários setores mais abaixo na cadeia.

Espanha: projeções macroeconómicas

		2022	2023
PIB (variação anual, %)	Central pré-invasão	5,5	3,6
	Central pós-invasão	4,2	3,8
Taxa de desemprego (média anual, %)	Central pré-invasão	13,0	11,8
	Central pós-invasão	13,6	12,5
Inflação (média anual, %)	Central pré-invasão	4,5	1,2
	Central pós-invasão	6,8	1,1

Nota: O cenário pré-invasão corresponde ao publicado no IM03/2022.

Fonte: BPI Research.

um pouco menos de 1 p.p., até perto de 2%. Apesar desta revisão, no final de ano ter-se-ão criado 211 mil empregos. A revisão em baixa do crescimento do emprego é algo inferior à do PIB. Embora a sensibilidade do crescimento do emprego com o crescimento do PIB seja tradicionalmente superior a 1 em Espanha, o comportamento do emprego durante a crise da COVID-19 em 2020 revelou uma sensibilidade inferior à histórica. Esta menor sensibilidade reflete a flexibilidade do instrumento ERTE (Expediente de regulação temporária de emprego) para que o mercado de trabalho pudesse acomodar alterações nas horas trabalhadas, mitigando o impacto nos postos de trabalho. Deste modo, na medida em que este mecanismo de flexibilidade se mantém em vigor (mecanismo RED), o emprego deveria mostrar uma sensibilidade em relação ao PIB em maior consonância com a observada recentemente. No seu conjunto, a revisão do emprego leva a uma taxa de desemprego de 13,6% para o ano 2022, uma taxa um pouco superior à prevista anteriormente, mas que ainda implica uma descida de mais de 1 p.p. em relação ao ano de 2021 (14,8%).

Por fim, prevê-se que o aumento dos preços da energia, dos alimentos e o efeito de contágio que estas dinâmicas possam ter sobre o resto do cabaz de compras do IPC possam levar a inflação a alcançar uma média próxima dos 7% em 2022. No entanto, estas previsões foram realizadas antes das medidas fiscais anunciadas no final do mês de março, pelo que não incorporam o seu impacto sobre a inflação ou atividade. Também não antecipámos qual poderá ser o impacto das medidas que possam ser tomadas para moderar os preços da eletricidade. Neste sentido, o novo cenário de previsões pode considerar-se conservador. Para 2023, a comparação do preço do gás e do petróleo mais baixo do que o do ano anterior faria com que a inflação se torne mais moderada de forma muito significativa, até níveis que poderão situar-se perto de 1%, embora a inflação subjacente esteja acima dos 2,0%.

Não obstante, todas estas previsões estão associadas a uma elevada incerteza, e o alcance dos efeitos dependerá da evolução do conflito e do impacto das sanções, bem como do alcance das medidas que a UE e o Governo Espanhol articulem para mitigar as consequências da guerra.

O aumento dos preços da energia é também um fardo para o saldo da balança corrente de Espanha

Visto que a pandemia pareceu ter entrado numa nova fase de «gripe», estávamos confiantes que 2022 seria o ano em que o comércio externo, especialmente o relacionado com o turismo, iria finalmente retomar.¹ Este impulso permitiria restabelecer o excedente da balança corrente, que a pandemia reduzira de 2,1% do PIB em 2019 para 0,8% do PIB em 2020. No entanto, estas previsões foram frustradas pelo conflito na Ucrânia.

Em primeiro lugar, o encarecimento das importações de energia irá aumentar o défice da balança energética, que em 2021 já atingiu o seu pior nível em seis anos (25.326 milhões de euros contra 14.528 milhões em 2020), num contexto de recuperação das importações em volume e de uma forte recuperação dos preços.² Tendo em conta que um aumento do preço do Brent de 10 \$/barril e do gás de 20 €/MWh torna as importações líquidas mais caras em cerca de 6.200 milhões de euros (0,5% do PIB), estimamos que em 2022 o défice energético em Espanha poderá aumentar para cerca de 45.000 milhões de euros, o valor mais elevado desde 2010, embora a existência de contratos a longo prazo possa aliviar este aumento.

Em segundo lugar, embora as relações comerciais com a Rússia e a Ucrânia sejam reduzidas (em 2019, as importações destes dois países representavam 1,1% e 0,5% do total, respetivamente), a dependência é elevada para alguns fornecimentos. Assim, 11% dos produtos energéticos que Espanha importa provêm da Rússia e 16% dos cereais e 10% dos óleos e gorduras provêm da Ucrânia.³ Além disso, a guerra terá também um impacto indireto nos fluxos comerciais com o exterior através de uma menor procura por parte dos principais parceiros comerciais.

Relativamente aos fluxos turísticos, a participação direta do turismo russo é limitada (representou 1,6% do efetivo total de nacionalidades em 2019), embora seja um turista com uma despesa média elevada (contribuíram com quase 2.000 milhões de euros nesse mesmo ano, 2,2% do total). Sem dúvida, o maior impacto virá da incerteza que o conflito pode causar ao turismo dos países europeus, os principais emissores de turistas para Espanha; do lado positivo, porém, a perceção da Espanha como destino seguro poderá mitigar este impacto.

Em 2021, um ano marcado por uma recuperação parcial dos fluxos turísticos internacionais como resultado das sucessivas vagas da pandemia e da irrupção da variante ómicron

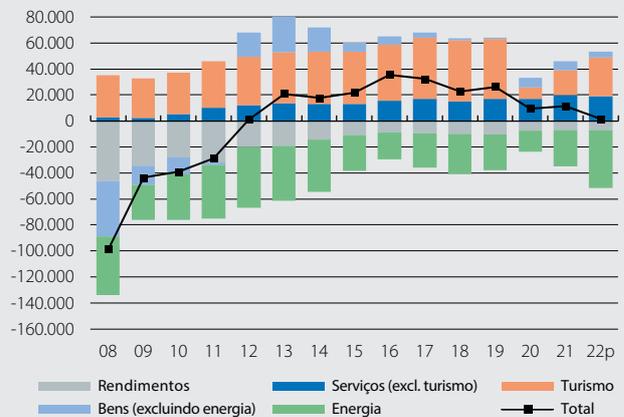
1. De grande importância para a economia espanhola, visto que as receitas deste fator representavam 5,7% do PIB em 2019.

2. As importações de energia cresceram 72,3% em 2021, correspondendo a um aumento de 32,8% dos preços (IVUS) e 31,3% em volume. Segundo dados CUCL aduaneiro.

3. A dependência do óleo de girassol deve ser especialmente mencionada: dado que a Ucrânia e a Rússia representam quase 80% das exportações mundiais, a possibilidade de serem substituídas por outros produtores é muito baixa.

Espanha: saldo da balança corrente

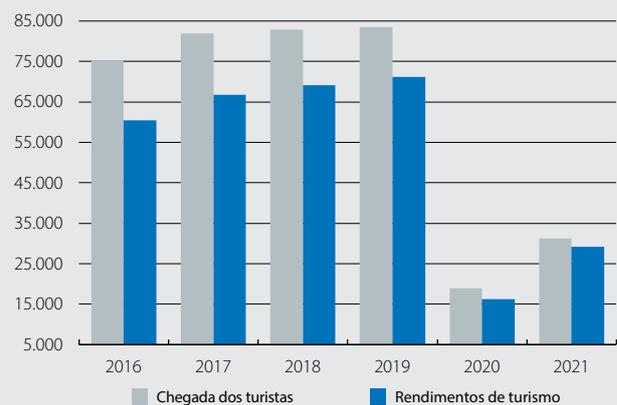
Milhões de euros



Fonte: BPI Research, com base em dados das Alfândegas e do Banco de Espanha.

Espanha: evolução do turismo

Milhares de pessoas e milhões de euros



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e do Banco de Espanha.

na parte final do ano, os dados turísticos em Espanha eram encorajadores: o excedente registou um crescimento extraordinário de 122% para 19.158 milhões de euros, um bom número, embora ainda longe dos 46.387 milhões de euros alcançados em 2019. Cerca de 31,2 milhões de turistas visitaram Espanha, representando uma redução de 62,7% em comparação com os 83,5 milhões que nos visitaram em 2019. Em 2022, assumindo que as entradas de turistas recuperem para níveis de cerca de 85% do valor registado em 2019, poderá ser registado um excedente turístico de cerca de 30.000 milhões de euros.

Em suma, neste cenário, esperamos uma deterioração acentuada do défice energético este ano, só parcialmente compensada pelo aumento do excedente turístico. Como resultado, o excedente da balança corrente diminuirá consideravelmente para cerca de 0,1% do PIB, depois de 0,9% em 2021.

Chaves do Plano de Choque: que medidas serão tomadas para mitigar o impacto da guerra na Ucrânia?

O Conselho de Ministros de 29 de março aprovou um Plano de Choque de Resposta à Guerra, que irá mobilizar até 16.000 milhões de euros para mitigar o impacto da guerra na Ucrânia na economia espanhola. Este pacote custará cerca de 6.000 milhões de euros (0,5% do PIB), será apoiado por 10.000 milhões de garantias do ICO (Instituto de Crédito Oficial) e a maioria das medidas estará em vigor entre o dia 1 de abril e 30 de junho. A seguir, as principais medidas são discriminadas ao longo de três eixos: as famílias, o tecido produtivo e o mercado elétrico.

Medidas para mitigar o impacto nas famílias

Uma das principais medidas é o bônus de 20 cêntimos por litro de combustível até 30 de junho para todos os utilizadores. O Estado assumirá 15 cêntimos e as companhias petrolíferas 5 cêntimos (apenas se aplica às que têm um volume de negócios anual superior a 750 milhões, em todos os outros casos o Estado assumirá também os 5 cêntimos). O seu custo para as contas públicas está estimado em 1.423 milhões de euros. É essencial que este bônus seja implementado de uma forma célere e coordenada; neste sentido, será aplicado imediatamente um desconto à fatura no ponto de venda e reabastecimento, de modo que a Autoridade Tributária terá de devolver ao vendedor no futuro ou poderá ser solicitado um adiantamento por conta.

No campo laboral, é estabelecida uma proibição de despedimentos para empresas que beneficiam de ajuda pública ou que recebem bônus ERTE se for citado um aumento dos custos de energia como causa.

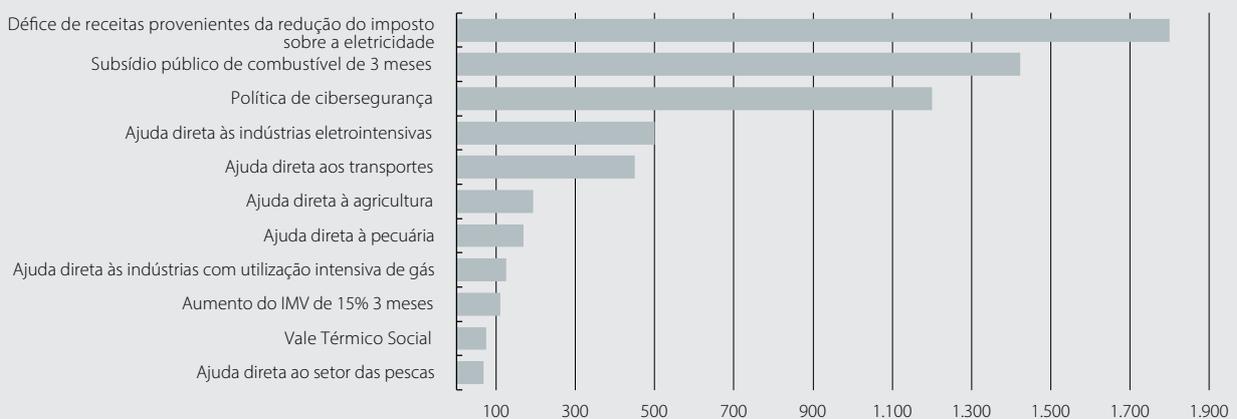
Relativamente ao mercado imobiliário, as revisões de preços de arrendamento durante os próximos três meses não podem exceder a variação anual do Índice de Garantia de Competitividade (IGC). Como esta taxa é legalmente aplicada entre 0% e 2%, esta medida fixa um limite máximo de 2,0%, embora com uma nuance: no caso de grandes proprietários, o aumento da renda não pode em caso algum exceder o aumento do IGC, mas para outros proprietários pode exceder o aumento do IGC se acordado com o inquilino.

Será também dado um maior apoio aos grupos mais vulneráveis: durante três meses, o montante da ajuda IMV será aumentado em 15% (estimamos o custo em cerca de 110 milhões de euros) e os descontos mais elevados na fatura regulamentada (PVPC) serão mantidos até 30 de junho (60% em vez de 25% para os grupos vulneráveis e 70% em vez de 40% para os casos graves)¹ com uma novidade: o bônus social é alargado a 600.000 novas famílias (no total, 1,9 milhões de famílias beneficiárias) após a sua extensão a todos os beneficiários do rendimento mínimo vital com um contrato de fornecimento.

Medidas para mitigar o impacto sobre o tecido produtivo

As medidas de apoio ao tecido produtivo centram-se nos sectores mais afetados pelo aumento dos custos de produção resultante do aumento dos preços da energia e dos alimentos após o início da guerra. Em particular, será canalizada uma ajuda direta de 169 milhões de euros para os produtores de leite (124 milhões para os produto-

Espanha: principais tópicos do Plano de Resposta à Crise (Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BOE e do Ministério das Finanças.

1. Para ser considerado «consumidor vulnerável» o rendimento do agregado familiar deve ser igual ou inferior a este: i) de 1,5 vezes o IPREM 12.159,42 €/ano, se não houver unidade familiar ou se NÃO houver menores na unidade familiar ou ii) de 2 vezes o IPREM 16.212,56 €/ano, se houver também circunstâncias especiais.

res de leite de vaca, 32,3 milhões para os produtores de leite de ovelha e 12,7 milhões para os produtores de leite de cabra, com um máximo de 35.000 euros por empresa) e 193 milhões para as explorações agrícolas. Na pesca, será canalizada uma ajuda direta de 68 milhões, incluindo 18 milhões para compensar os navios de pesca e 30 milhões para compensar os pescadores pelo aumento dos custos.

O sector dos transportes também receberá auxílio: além de ser um dos principais beneficiários da subvenção generalizada de 20 cêntimos por litro de combustível, serão injetados 450 milhões de euros em ajuda direta ao sector conforme a categoria de veículo (1.250 € por camião, 900 € por autocarro, 500 € por carrinha e 300 € por veículo ligeiro).

A indústria intensiva em energia verá também um aumento significativo dos seus custos mitigado: 500 milhões em ajudas diretas para cobrir 80% das portagens até ao final do ano e para compensar os custos indiretos de emissão de CO₂. A isto somam-se ainda 125 milhões para a indústria intensiva em gás (papel, cartão, vidro e cerâmica). Finalmente, no domínio da cibersegurança, a segurança da rede 5G será reforçada com uma dotação de 1.200 milhões de euros.

Paralelamente a este conjunto de ajudas diretas, haverá uma nova linha de garantias de crédito ICO de 10.000 milhões de euros até ao final do ano, cujos requisitos e condições ainda não foram definidos. Do mesmo modo, foram flexibilizadas as condições para prolongar os prazos de vencimento das linhas de garantia COVID (não será necessário que a queda do volume de negócios exceda 30% em 2020 em comparação com 2019) e será concedido um período de carência adicional de seis meses aos setores mais afetados (transporte rodoviário, agricultura, pesca e pecuária).

Medidas no mercado de eletricidade

O governo espanhol, com o governo português, apresentou uma proposta à Comissão Europeia para fixar um preço de referência para o gás utilizado para a produção de eletricidade. Este plano ainda não foi aprovado, portanto, não faz parte do Plano de Choque, mas será fundamental para atenuar as pressões inflacionistas, a redução do poder de compra das famílias e os custos das empresas.

O que foi incluído no Plano é a prorrogação até 30 de junho da descida atual de impostos na fatura energética de pequenos consumidores: IVA de 21% para 10% (o que resultará numa queda de receitas de 217 milhões de euros), imposto sobre a eletricidade de 4,11% para 0,5% (queda de receitas de 224 milhões de euros) e suspensão do imposto sobre o valor da produção de eletricidade IVPEE (queda de receitas de ≈1.356 milhões de euros).

Além disso, o esquema de remuneração das instalações de energias renováveis e a utilização de resíduos foram atualizados. Isto significa uma redução das tarifas do sistema elétrico de até 55% em 2022, no montante de 1.800 milhões.

Do mesmo modo, a redução dos «lucros extraordinários» no mercado elétrico associados aos preços elevados do gás foi prorrogada até 30 de junho, e o seu âmbito de aplicação foi estendido à energia contratada a prazo e a preço fixo, caso este preço seja superior a 67 €/MWh, na sequência do aval da Comissão Europeia do início de março. Os fundos angariados serão utilizados para reduzir os encargos repercutidos para os consumidores.

Em última análise, o governo tomou medidas para mitigar o choque inflacionista associado à guerra na Ucrânia. O impacto sobre o défice será próximo de 0,5 p. p. do PIB. Trata-se de medidas temporárias que, como resultado, não devem ter impacto no défice estrutural e que, em geral (o subsídio generalizado aos combustíveis é a exceção), se destinam às famílias mais vulneráveis e aos sectores produtivos mais afetados pelo aumento dos preços.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,5	8,7	3,0	28,6	1,9	1,4	1,7	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-14,0	0,4	-7,3	2,5	2,1	4,4	6,1	9,1	4,4
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	53,0	59,2	58,9	56,9	56,2	56,9	54,2
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-19,1	-1,8	15,0	24,6	30,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	-17,2	0,7	22,3	32,4	39,9	...	...
Preço da habitação	2,1	...	0,9	3,3	4,2	6,4	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,4	-88,0	-75,8	-34,6	64,4	117,8	...	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	44,3	58,8	59,6	57,4	46,6	56,6	...
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	-0,3	20,4	-0,4	0,6	4,1	0,9	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	12,7	661,0	-24,5	-17,1	1,0	6,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,8	-13,3	-22,1	-11,1	-9,1	-10,8	-12,0	-9,4	-27,3
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	-2,9	3,0	-2,4	5,7	4,5	4,3	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	16,0	15,3	14,6	13,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	-2,0	2,5	-1,4	3,9	3,8	3,9	4,2	4,5	...
PIB	-10,8	5,1	-4,1	17,8	3,5	5,5	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
Inflação global	-0,3	3,1	0,6	2,6	3,4	5,8	6,1	7,6	9,8
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,4	0,1	0,8	1,7	2,4	3,0	3,4

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	-8,1	8,7	15,2	21,2	24,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	-14,0	3,3	13,5	24,8	30,3	...	...
Saldo corrente	9,3	11,3	8,7	9,2	11,6	11,3	9,6	...	...
Bens e serviços	16,5	18,2	16,0	17,1	19,2	18,2	16,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,9	-7,3	-7,9	-7,7	-6,9	-6,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	22,3	13,5	15,2	19,7	22,3	20,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2020	2021	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	01/22	02/22	03/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	8,9	4,9	4,8	5,8	4,9	5,2	...
À vista e poupança	12,3	10,3	14,1	9,2	8,9	9,2	8,8	9,2	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	-24,4	-20,4	-23,5	-26,0	-27,6	-27,5	-26,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	11,2	16,3	15,1	19,4	20,1	19,1	...
TOTAL	7,1	6,7	9,1	5,5	5,5	6,6	5,8	6,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	0,3	2,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	0,2	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	7,8	-0,7	-1,9	-0,9	-0,3	-0,3	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	-1,0	0,0	0,6	1,0	1,2	1,2	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-1,8	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	9,5	17,4	22,7	11,6	3,8	4,5	...
TOTAL	1,3	1,1	2,7	0,6	0,7	0,6	0,4	0,5	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	4,3	4,5	4,5	4,4	4,3	4,3	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2022

© CaixaBank, S.A., 2022

Design e produção: www.cegeglobal.com

