

IM05

INFORMAÇÃO MENSAL
MAIO 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

Sobre a subida da rentabilidade da dívida soberana

ECONOMIA INTERNACIONAL

UE e China: mapas de uma interdependência estratégica

ECONOMIA PORTUGUESA

Crédito à Habitação em Portugal: entre a pandemia, a regulação e a subida dos juros

Em Portugal, a guerra na Ucrânia significa (também) regresso a défice externo

OGE 2022 e medidas pós-guerra na Ucrânia

DOSSIER: A RESPOSTA DOS SALÁRIOS AO AUMENTO DA INFLAÇÃO

Inflação em alta, irão os salários acompanhar?

A evolução salarial: mais uma preocupação para o BCE?

Dinâmicas salariais em Espanha: o que nos diz o indicador de salários do BPI Research?

INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 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*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de abril de 2022

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Sobre a subida da rentabilidade da dívida soberana*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *UE e China: mapas de uma interdependência estratégica*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Crédito à Habitação em Portugal: entre a pandemia, a regulação e a subida dos juros*

23 *Em Portugal, a guerra na Ucrânia significa (também) regresso a défice externo*

24 *OGE 2022 e medidas pós-guerra na Ucrânia*

28 ECONOMIA ESPANHOLA

30 *De que forma é que a subida das taxas de juro pode ter impacto no esforço hipotecário?*

31 *A elevada poupança das famílias espanholas ajudará a mitigar o impacto da subida da inflação*

33 *Atestar o depósito, sim ou não? O que nos indicam os gastos dos agregados familiares espanhóis em bombas de gasolina*

35 DOSSIER: A RESPOSTA DOS SALÁRIOS AO AUMENTO DA INFLAÇÃO

35 *Inflação em alta, irão os salários acompanhar?*

37 *A evolução salarial: mais uma preocupação para o BCE?*

39 *Dinâmicas salariais em Espanha: o que nos diz o indicador de salários do BPI Research?*

À procura do equilíbrio perdido

Mais de dois meses após o início da guerra na Ucrânia, a sensação é que os cenários económicos permanecem em aberto, sujeitos ao elevado nível de incerteza que continua a existir relativamente à evolução da guerra e às suas implicações económicas, ao efeito dos encerramentos parciais de atividade na China causados pela política Covid-zero, bem como às implicações do aperto geral das condições financeiras. A interação das dinâmicas (e desequilíbrios) que têm vindo a arrastar-se desde o início da pandemia com a nova realidade de crescente instabilidade geopolítica e aumento das taxas de juro, criam um novo e desafiante cenário ao qual as famílias, empresas e governos terão de adaptar as suas decisões. Sobretudo, devido à emergência de uma nova ameaça para toda uma geração: a inflação, com a qual já vivemos no dia-a-dia, após décadas sem que esta se manifestasse com a intensidade atual.

Não será fácil para a política económica proteger os rendimentos dos agentes mais vulneráveis, distribuir equitativamente a perda de atividade gerada por um choque de oferta, permitir que os preços enviem os sinais certos para reequilibrar os mercados mais afetados pela guerra e, ao mesmo tempo, normalizar os níveis das taxas de juro a partir de uma zona extremamente expansionista. Ou, pelo menos, não o será sem causar um arrefecimento intenso da atividade em economias altamente endividadas. Com a dificuldade adicional de tomar decisões sem total visibilidade sobre a evolução das sucessivas rondas de sanções contra a Rússia e os seus potenciais efeitos nos mercados energéticos. Na enésima encruzilhada enfrentada pelos decisores políticos nos últimos anos, o preço a pagar por uma resposta adequada aos atuais desafios (políticos e económicos) pode ser um crescimento estagnado durante dois ou três trimestres, mas em troca a ameaça de consolidação de um processo estagflacionário, cuja digestão requer normalmente sacrifícios muito maiores a médio prazo, seria minimizada. Com a necessidade de manter a coordenação nas respostas de política económica num mundo em risco de fragmentação em blocos geopolíticos, para limitar os riscos de instabilidade financeira e de desalinhamentos das taxas de câmbio.

A dificuldade reside no facto de ainda estarmos a operar num cenário muito volátil, com muito ruído e poucos sinais sólidos. O diagnóstico dos efeitos de tudo o que aconteceu nos últimos meses na atividade é ainda muito parcial, uma vez que só temos dados de crescimento para o primeiro trimestre e os sinais dos inquéritos aos agentes não são muito conclusivos. Em geral, os consumidores são mais cautelosos do que os empresários e, entre estes últimos, os gestores dos sectores da indústria parecem estar mais preocupados do que os do sector dos serviços. Embora todos estes sinais sejam consistentes com uma economia ainda numa zona de crescimento positivo. A chave, como quase sempre, será o comportamento da despesa privada, que se moverá entre os efeitos negativos da inflação sobre o poder de compra dos agentes e a existência de poupanças acumuladas nos últimos dois anos que podem ser mobilizadas e servir de contraponto. De momento, a única certeza é que a inflação tem continuado a subir mês após mês, tornando-se o principal risco no cenário. O parco consolo é que deveremos estar muito perto dos máximos na maior parte dos países da OCDE, enquanto que o preocupante são as tensões que as leituras subjacentes começam a mostrar (especialmente nos EUA) e a sua transferência para as expectativas de inflação a longo prazo que começam a estar mais próximas dos 3% do que 2% em ambos os lados do Atlântico, o que explicaria a mudança abrupta na política de comunicação dos bancos centrais.

Neste contexto, a principal novidade do cenário é o forte aumento da rentabilidade nominal exigida pelos investidores ao longo de toda a curva das taxas de juro para compensar os riscos inflacionistas. Por enquanto, a notícia positiva é que as taxas de juro reais continuam a comportar-se de forma muito branda, refletindo um voto de confiança dos investidores que os bancos centrais terão de apoiar, afastando-se da situação “atrás da curva”, o que implicará pelo menos estar na zona de taxas de juro neutras durante os próximos 18 meses. Por conseguinte, é de esperar um ritmo mais agressivo de normalização da política monetária, com as taxas de juro diretoras a atingirem um objetivo próximo dos 3% nos EUA e de 1,5% na UEM. Estes níveis têm um impacto potencial moderado na estabilidade financeira e no crescimento, especialmente se forem suficientes para ancorar as expectativas de inflação em 2%, embora contrastem com as condições financeiras a que estivemos habituados na última década (Euribor média de 12 meses de 0,05%). Em suma, nos próximos meses continuaremos a avançar num ciclo económico turbulento caracterizado por realinhamentos geopolíticos, perturbações persistentes nas cadeias de abastecimento, volatilidade nos mercados financeiros e bancos centrais a tentar recuperar o tempo perdido.

Cronologia

ABRIL 2022

- 1-31** A guerra russo-ucraniana continua enquanto a Rússia suspende o fornecimento de gás à Bulgária e à Polónia.
A China confina inúmeras cidades na sequência de um novo surto de COVID.
- 24** Emmanuel Macron é reeleito presidente de França.

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.

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.
- 24** O telescópio James Webb chega ao seu destino final para estudar a origem do universo.
- 25** Portugal submete pedido para recebimento de 1.16 mil milhões de euros no âmbito do NGEU.
- 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.

Agenda

MAIO 2022

- 3** Portugal: índice de produção industrial (março).
- 3-4** Comité Federal de Mercado Aberto da Fed.
- 4** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6** Espanha: índice de produção industrial (março).
Portugal: *rating* da Fitch.
- 11** Portugal: emprego e desemprego (Q1).
- 13** Portugal: índice de custos de mão de obra (Q1).
- 17** Espanha: comércio externo (março).
- 19** Portugal: indicadores coincidentes (abril).
- 20** Portugal: *rating* da Moody's.
Japão: PIB (Q1).
- 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: detalhe do PIB (Q1).

JUNHO 2022

- 1** Portugal: índice de produção industrial.
- 8** Portugal: volume de negócios na indústria (abril).
- 9** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 10** Espanha: *rating* Fitch.
- 14-15** Comité de Operações de Mercado Aberto da Reserva Federal.
- 16** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 23** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
Portugal: preços da habitação (1T).
- 23-24** Conselho Europeu.
- 24** Portugal: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: taxa de poupança das famílias (1T).
- 29** Espanha: estimativa do IPC (junho).
Portugal: emprego e desemprego (maio).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Portugal: atividade turística (maio).
Portugal: taxa de incumprimento (1T).

A atividade económica está a aguentar-se

Consegue imaginar viver no contexto atual sem informações sobre a evolução da economia? Refiro-me a dados objetivos e fiáveis, tais como emprego, produção, salários e preços. Muito provavelmente, seria muito confuso. Nas circunstâncias atuais, a perceção que cada um tem da situação económica é muito diferente, e pode ser fortemente influenciada pelo sector em que trabalha, ou pela região em que vive. Felizmente, existem dados disponíveis para nos ajudar a comparar as nossas impressões sobre a realidade económica. Este mês, foram publicados os principais indicadores sobre a situação económica primeiro trimestre, muito úteis para nos situarmos neste contexto incerto.

Assim, podemos dizer que o ritmo de crescimento da atividade económica global abrandou durante o primeiro trimestre do ano, mas com nuances importantes quando avaliamos a situação particular de cada país. A economia americana é a que sofreu a desaceleração mais acentuada em relação à taxa de crescimento que vinha a registar nos últimos trimestres. O PIB registou uma taxa de crescimento negativa no primeiro trimestre de 2022, 0,4% abaixo do trimestre anterior. No entanto, este mau número deve ser interpretado com cautela porque os principais motores do crescimento, tais como o consumo e o investimento, continuaram a avançar a bom ritmo. Na zona euro, os dados sobre a atividade económica mantiveram um ritmo de crescimento modesto, de acordo com as expectativas, com um crescimento de 0,2%, e não se verificaram grandes diferenças entre os principais países. Enquanto o PIB de Itália caiu -0,2%, o de França permaneceu estável, e o da Alemanha e Espanha avançaram 0,2% e 0,3%, respetivamente. Portugal, destacou-se positivamente crescendo 2,6% no trimestre, tendo beneficiado do fim das restrições da pandemia e de um impulso muito positivo do turismo.

O mercado de trabalho, que normalmente reage com algum atraso às mudanças na atividade, continua a oferecer números globalmente positivos. Nos EUA, observa-se há meses um elevado dinamismo e, de facto, os problemas de escassez de mão-de-obra continuam presentes com uma taxa de desemprego que se mantém próxima dos mínimos históricos. Na zona euro, os números estão também numa tendência muito positiva, e em março a taxa de desemprego caiu para 6,8%, um nível historicamente baixo de acordo com os padrões europeus. Na zona euro, e especialmente em países como Alemanha e França, a escassez de mão-de-obra está a revelar-se um fator limitador do crescimento.

Em Portugal, a dinâmica do mercado de trabalho continua resiliente às várias adversidades que condicionam a economia. De particular destaque é a taxa de crescimento do emprego (0,4% em cadeia no 1T), ultrapassando os níveis pré-pandemia (+2,4% face ao 4T 2019) e atingindo um máximo desde o 2T 2010, a par da diminuição da população desempregada (6,7% em cadeia). Com isto, a taxa de desemprego reduziu para 5,9%, valor mais baixo desde 2002 (se excluirmos o período *one-off* da pandemia); a taxa de subutilização do trabalho, ou seja, aquela que inclui para além dos desempregados, os que trabalham a tempo parcial mas que gostariam de fazê-lo a

tempo inteiro e aqueles que procuram trabalho, melhorou 0,2 p.p. para 11,5%; a taxa de atividade atingiu um máximo não observado desde 1998: 59,9%.

Apesar da resiliência da atividade económica até à data, e dos bons números do mercado de trabalho, as perspetivas económicas globais têm vindo a piorar nos últimos meses. Em grande medida, isto deve-se à forte subida da inflação nos principais países desenvolvidos. Mas mais uma vez, as nuances são muito importantes. Nos EUA, os aumentos de preços são generalizados a todo o cabaz de bens e estão a ser acompanhados por um forte crescimento salarial, superior a 5%. Pelo contrário, nos países europeus, a maior parte do aumento de preços deve-se ao encarecimento dos preços da energia, e o contágio a outros bens, embora crescente, ainda é limitado.

Estas nuances são muito relevantes quando se trata de avaliar a reação dos bancos centrais. Todos os sinais são de que a Fed terá de levar a cabo um aumento repetido e acentuado das taxas de juro nos próximos meses, numa tentativa de conter a atividade económica e, indiretamente, as pressões inflacionistas. Este ano, a Fed acabará provavelmente por aumentar a taxa de referência em cerca de dois pontos percentuais, o que corresponderia ao ritmo mais acentuado de subida de taxas em quatro décadas. Na zona euro, espera-se também que o BCE aumente as taxas de juro, mas dada a menor pressão inflacionista, é provável que o faça a um ritmo muito mais gradual, com a taxa de referência a subir entre 0,50 e 0,75 pontos percentuais ao longo do ano.

Mas, além do aumento da inflação e dos custos de financiamento, e apesar da notável deterioração das perspetivas de crescimento que tudo isto implica, o facto é que o ritmo de crescimento que todos os analistas esperam para 2022 e 2023 é relativamente elevado. O impulso à atividade económica que o fim das restrições à mobilidade e atividade é suscetível de trazer será muito significativo se não houver novas mutações do vírus. Assim, apesar das revisões em baixa nos últimos meses, esperamos que a economia americana cresça mais de 3% este ano, enquanto a economia europeia poderá crescer cerca de 2,6% e a portuguesa mais de 4%.

Certamente, os riscos em torno deste cenário são significativos, especialmente os negativos. O agravamento dos preços da energia devido a uma escalada de sanções e contra-sanções entre a Rússia e os países europeus é um dos elementos mais preocupantes. Teremos também de acompanhar de perto as implicações da nova onda de contágios e confinamentos na China, o que poderá de novo provocar o colapso das cadeias de abastecimento globais e aumentar os problemas de abastecimento em vários sectores. Mas as coisas também podem acabar por correr melhor do que o esperado, mesmo que nesta fase pareça impossível. Não há dados para a futurologia, mas devemos tentar olhar para todos os cenários plausíveis, e tal como não devemos ser complacentes quando as coisas estão a correr bem, não devemos ser pessimistas quando as coisas estão difíceis.

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	2,50	2,75
Libor 3 meses	3,62	0,89	1,91	0,23	0,21	2,65	2,70
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	3,15	3,00
Dívida pública 2 anos	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	2,55	2,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,00	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,75
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,50	1,25
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,05	1,00
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,04	0,97
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	0,12	1,03
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	0,32	1,16
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,53	1,29
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	0,75	1,30
Dívida pública 10 anos	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,10	1,70
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,38	1,88
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	1,58	2,08
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	2,30	2,70
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	1,47	2,04
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	1,72	2,24
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	2,25	2,70
Prémio de risco	19	334	67	60	65	115	100
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,10	1,18
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,86	0,84	0,84
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	95,0	80,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	86,4	68,4

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	2,9	-3,1	6,1	3,5	3,7
Países desenvolvidos	2,7	1,4	1,8	-4,5	5,2	3,0	2,5
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	3,2	2,4
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	6,8	3,9	4,6
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	4,7	4,9
Índia	7,2	7,0	4,5	-6,7	9,0	7,5	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,2	4,8	2,5	2,3
Rússia	7,2	1,3	2,2	-2,7	4,8	-8,1	-0,3
Turquia	5,5	4,9	0,9	1,8	11,0	3,3	3,9
Polónia	4,2	3,6	4,8	-2,5	5,7	4,3	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,0	4,1
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	5,8	2,1
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	6,9	2,3
Zona Euro	2,2	1,5	1,2	0,3	2,6	6,7	2,0
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	6,8	2,1
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,4	1,7
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,6	1,9
Portugal	3,1	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	6,9	2,2
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	7,9	5,6
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	1,7
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	5,5	4,5
Brasil	7,3	5,9	3,7	3,2	8,3	8,7	4,7
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	6,2	4,0
Rússia	14,2	8,2	4,5	3,4	6,7	14,0	7,5
Turquia	22,6	9,1	15,2	12,3	19,6	52,3	23,4
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	4,1	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	-0,4	-1,3	5,4	-2,7	6,4	4,7	6,6
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	12,5	-	-
Construção	-1,5	-3,5	7,7	1,6	4,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,1	3,9	2,9
Exportação de bens e serviços	5,2	3,9	4,1	-18,6	13,1	11,4	12,5
Importação de bens e serviços	3,6	2,4	4,9	-12,1	12,9	9,7	12,0
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	2,8	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	3,1	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	-2,2	-1,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	0,1	0,7
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,5	0,1	-5,8	-2,8	-2,1	-0,9

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	3,3	4,5
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,1	0,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	3,6	5,0
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	4,5	5,0
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	1,3	5,0
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	-20,2	14,7	10,1	3,0
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	6,1	2,5
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	6,6	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	0,7	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	1,0	1,9
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,8

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

Previsões

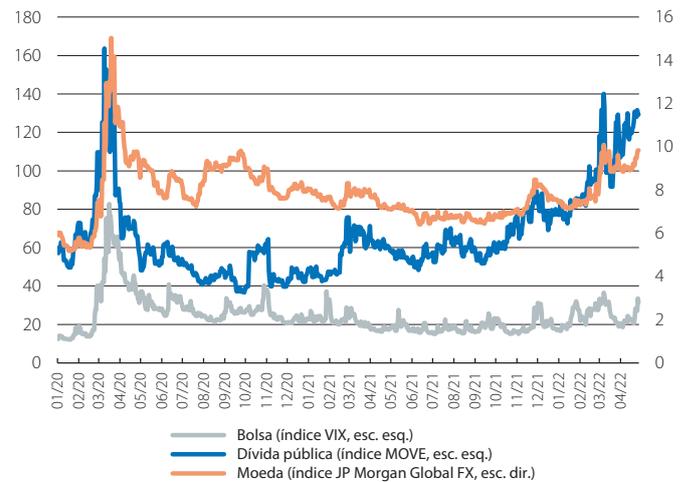
Os bancos centrais ganham protagonismo

A volatilidade aumenta em todas as classes de ativos. Os mercados financeiros entraram no 2T do ano com o mesmo perfil instável que nos dois meses anteriores. Por um lado, a continuação das pressões em alta sobre os preços é acompanhada por um endurecimento da retórica dos responsáveis pela política monetária nas principais economias desenvolvidas, que concordaram com a necessidade de adotar medidas para travar os níveis de inflação atualmente elevados. Por outro lado, o aumento dos confinamentos na China na sequência do aumento dos casos de ómicron, juntamente com o escalar e intensificação da guerra na Ucrânia, aumentaram ainda mais as incertezas relativamente às perspectivas de crescimento a nível mundial. Em suma, estas componentes pesaram sobre o sentimento dos investidores, uma vez que estes antecipavam um cenário de curto a médio prazo caracterizado pela subida das taxas de juro e pela moderação do crescimento económico. A volatilidade também aumentou e alastrou-se a todas as classes de ativos, principalmente às curvas das taxas soberanas.

A Fed pode vir a acelerar o ritmo de subida das taxas de juro. Embora não tenha havido uma reunião do FOMC em abril, o futuro da política monetária nos EUA captou grande parte da atenção dos investidores. O aumento da inflação em março (a geral para 8,5%), o previsível prolongamento das pressões inflacionistas durante grande parte de 2022 e a solidez do mercado de trabalho dos EUA foram argumentos suficientes para que vários membros da Fed, incluindo Jerome Powell, se revelassem mais *hawkish*. Em particular, Powell sugeriu que, enquanto a força da economia o permitisse, a Fed continuaria a contemplar a possibilidade de realizar várias subidas das taxas de juro, podendo mesmo aproximar-se de território neutro (estimado pela Fed em 2,4%) no final do ano. Estas declarações alimentaram as expectativas dos investidores de um ritmo de subida de taxas mais agressivo, que poderia começar na reunião de maio com uma subida das taxas de 50 p. b. para o intervalo 0,75%-1,00%, e levaram a um aumento das rentabilidades na curva das taxas soberanas. De igual modo, os investidores tinham considerado que, a partir de maio, a redução do balanço começaria (*quantitative tightening*) a um ritmo de 95.000 milhões de dólares por mês, como indicavam as atas da última reunião da Fed.

O BCE está também a considerar novos passos para a normalização monetária. Na sua reunião de abril, a entidade anunciou que os indicadores económicos mais recentes reforçavam a intenção de finalizar as compras de ativos sob o APP no 3T 2022. Entre estes indicadores, Christine Lagarde salientou as expectativas de inflação, que tinham subido acima dos 2% após o início da guerra na Ucrânia, e que o Conselho de Governadores estava a acompanhar de perto devido ao risco de «desancoragem» das mesmas. Esta afirmação e as palavras de Lagarde que indicavam que o BCE começaria a aumentar as

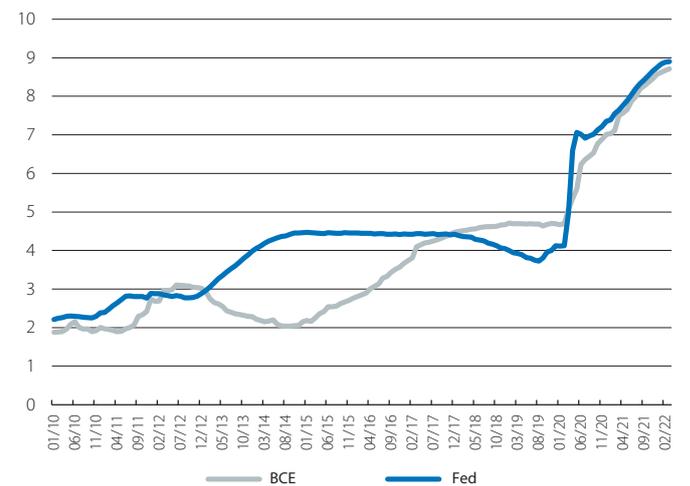
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



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

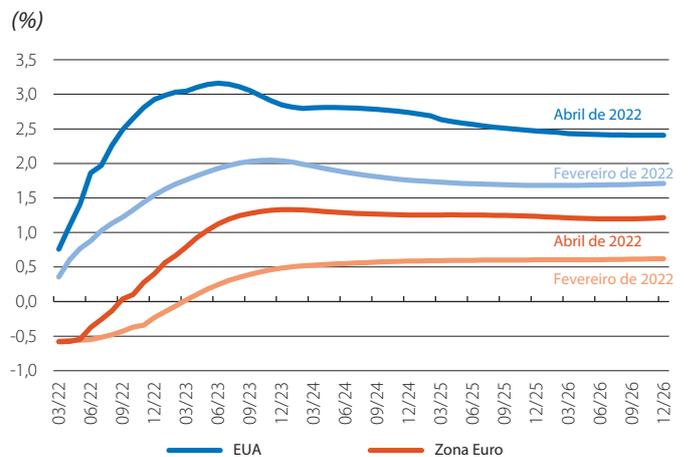
Balanço dos bancos centrais

(Biliões de euros e dólares)



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

Expectativas sobre 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 com o modelo de NSS a partir de curvas de juro de mercado.

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

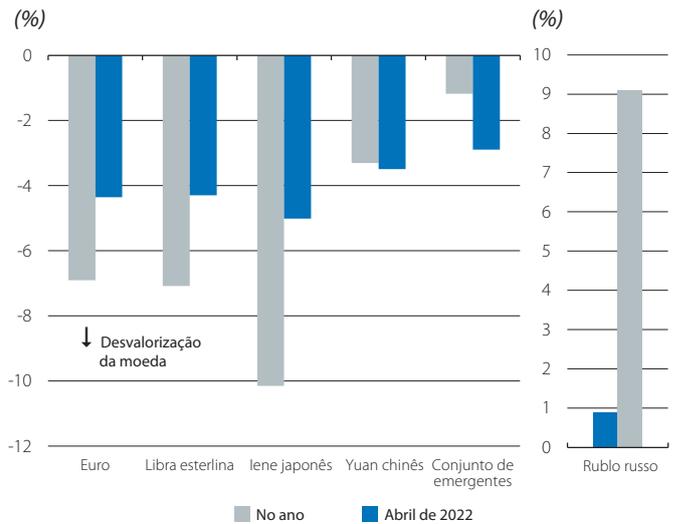
taxas «algum tempo depois» do fim da compra de ativos foram argumentos suficientes para os investidores acreditarem que este faria a sua primeira subida de taxas antes do final do ano. Isto apesar do facto de a avaliação do BCE do cenário económico não ter sido muito otimista na sequência das incertezas resultantes da guerra. No entanto, as curvas de taxas soberanas na Zona Euro recuperaram no mês com alguma intensidade, com o *bund* a 10 anos a aproximar-se de 1% e os prémios de risco periféricos a aumentarem.

Verifica-se um fortalecimento do dólar. O tom mais agressivo mostrado pelos membros da Fed contrastou com a ponderação do BCE e com o receio face às incertezas decorrentes da situação sanitária na China e da guerra na Ucrânia. Em suma, estes fatores serviram de suporte ao dólar que, favorecido pelo seu papel de ativo refúgio continuou a valorizar-se apesar de todas as suas dificuldades. Em particular, esta força tornou-se mais relevante face ao iene japonês (outra das moedas consideradas como refúgio), em que a divergência na política monetária entre as duas economias e a ausência de medidas de suporte por parte das autoridades japonesas para apoiar a sua moeda favoreceram o enfraquecimento do iene para o nível mais baixo em 20 anos.

Os preços da energia continuam muito voláteis. Durante mais um mês, a incerteza decorrente da guerra na Ucrânia foi o principal fator de instabilidade nos mercados energéticos. Por um lado, a interrupção do fornecimento de gás russo à Polónia e à Bulgária (devido à recusa do pagamento das importações em rublos) desencadeou um novo episódio de volatilidade nos preços do gás natural europeu, que foi parcialmente compensado pelo aumento das importações de gás natural liquefeito. Todas estas oscilações ocorreram enquanto a UE se debatia com a possibilidade de impor uma nova ronda de sanções à Rússia, sanções essas que poderiam afetar o mercado do gás. Por outro lado, o preço do barril de Brent manteve-se acima dos 100 dólares por barril, apoiado por novas restrições na oferta em alguns países produtores e apesar da revisão em baixa das estimativas da procura mundial de crude, na sequência do novo surto de pandemia na China.

Os mercados bolsistas registam novas descidas. A antecipação do endurecimento da política monetária, os sinais de moderação do crescimento na China e a guerra revelaram o seu impacto, durante mais um mês, sobre a apetência para o risco dos investidores e fizeram com que os principais índices bolsistas terminassem o mês com perdas, superiores a 8% no caso do S&P 500. Em segundo plano ficou o início da campanha de resultados empresariais do 1T 2022 que, apesar de revelar uma tendência generalizada de ajustamento das margens devido ao aumento da inflação, registou em termos gerais uma elevada percentagem de surpresas positivas (superior a 65% até final de abril). Por seu lado, o MSCI EM Markets cedeu quase 6%, com o fraco desempenho dos índices chineses (penalizado pela deterioração das perspetivas económicas internas e pela ação limitada do seu banco central) a juntar-se às perdas nos principais índices da América Latina.

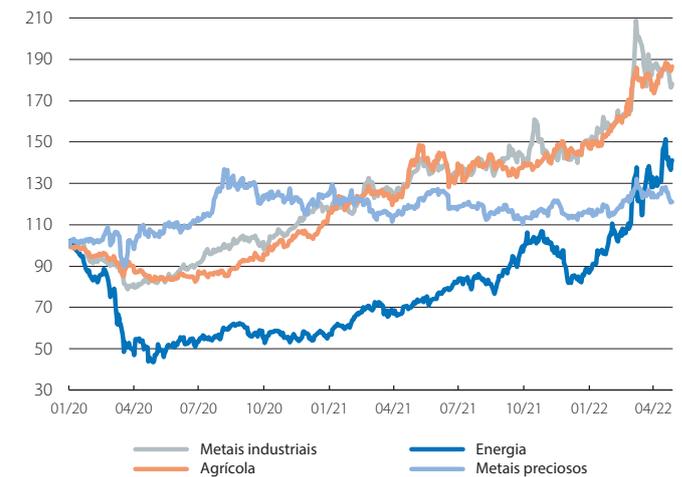
Moedas face ao dólar



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

Índice dos preços das matérias-primas

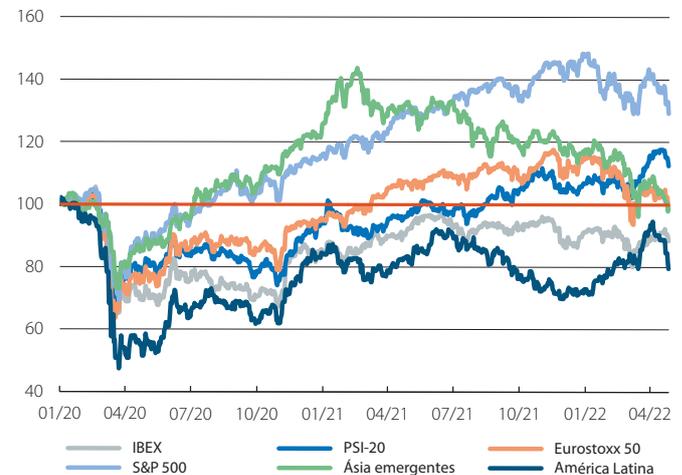
(100 = janeiro 2020)



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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)



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

Sobre a subida da rentabilidade da dívida soberana

A intensificação das pressões inflacionistas, um fenómeno exacerbado pela guerra na Ucrânia, levou a uma mudança de ciclo na condução da política monetária. Para trás ficam os dias de compras massivas de obrigações por parte dos bancos centrais, enquanto as taxas oficiais estão já a ser ajustadas em alta.

Nos mercados financeiros, esta reviravolta refletiu-se num aumento acentuado na rentabilidade da dívida soberana, uma tendência que, devido ao seu papel de referência, tem também afetado outros ativos financeiros.

Nos EUA, por exemplo, os investidores esperam que a obrigação do Tesouro a 10 anos ofereça uma rentabilidade de 140 p.b. superior à de dezembro do ano passado (2,9% em final de abril). Na mesma linha, a taxa do *bund* alemão encontra-se claramente em território positivo (0,9% no final de abril) e apresenta já uma subida de 110 p.b. no decorrer do ano. No resto da Zona Euro, o aumento tem sido de cerca de 140-150 p.b. (ver o primeiro gráfico), que reflete uma resposta moderada dos prémios de risco.

O que está por detrás da subida?

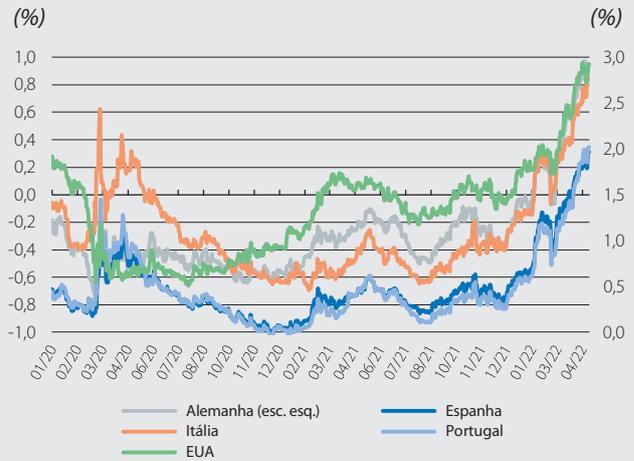
A decomposição da rentabilidade das obrigações soberanas entre as expectativas de inflação e as taxas reais revelam um comportamento algo diferenciado entre regiões (ver segundo gráfico).

Enquanto na dívida europeia o ajustamento em alta das taxas nominais se deve ao aumento da inflação esperada durante a próxima década, nos EUA o aumento na rentabilidade do *treasury* é explicada em grande medida pelo aumento das taxas reais. Nos EUA, também, o prémio de maturidade, outra componente relevante nas taxas soberanas nominais, revelou uma tendência ascendente, de acordo com as estimativas da Fed.

Estes padrões diferentes entre as duas regiões refletem provavelmente, por um lado, as diferentes posições no ciclo económico (muito mais avançadas nos EUA do que na Zona Euro) e, por outro lado, uma estratégia de retirada de estímulos mais agressiva por parte da Fed face ao BCE. Estes fatores refletiram-se numa valorização do dólar em relação ao euro (7% desde o início do ano).

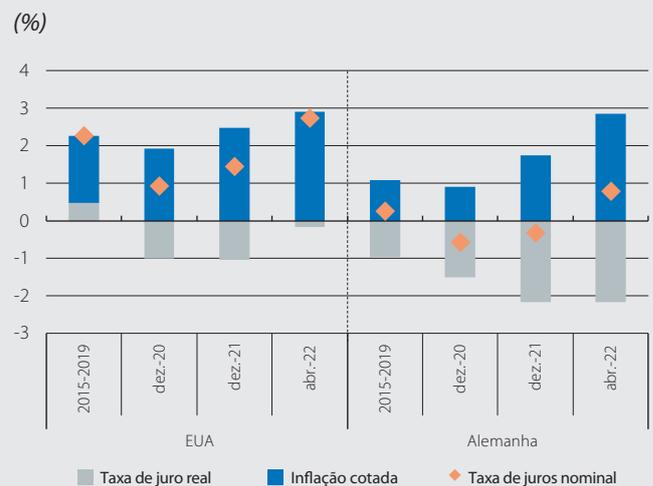
Mas, inclusive nos EUA, as taxas reais a 10 anos permanecem em território negativo, longe do intervalo anterior ao início da pandemia e muito abaixo da década anterior à crise financeira de 2008-2009. É de esperar que, à medida que a Fed avance com a normalização da política monetária, as taxas reais continuem a subir para níveis mais «normais», talvez em torno da média dos cinco anos anteriores à pandemia (0,5%-1,0% para a obrigação a 10 anos). Isto seria consistente com uma taxa nominal a

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 Bloomberg.

Decomposição das taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Nota: Média do período.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

10 anos de cerca de 3,0%, assumindo que as expectativas de inflação estabilizem nos 2%.

Na Europa, esperamos que as taxas reais também aumentem, à medida que o BCE avança com o seu próprio processo de retirada, primeiro com a cessação das compras líquidas e, posteriormente, com aumentos graduais nas taxas oficiais.

Para ambas as regiões, o nível de chegada, ou de equilíbrio, das taxas reais dependerá de fatores estruturais associados, entre outros elementos, ao crescimento potencial da economia, que serão analisados de forma mais pormenorizada num outro Focus em separado.¹

1. A taxa de equilíbrio é a que satisfaz a equação de poupança igual ao investimento, ou seja, a que coloca o crescimento da economia no seu potencial. Ver o Focus «Qual a nova taxa de juro de equilíbrio?» no IM09/2017.

O que nos revela a forma da curva nos EUA?

Nesta secção centramo-nos num aspeto que tende a captar muita atenção nos mercados financeiros: a forma da curva das taxas soberanas e, em particular, a inclinação da curva do Tesouro dos EUA.

O diferencial entre as taxas em determinados troços da curva é geralmente visto pelos investidores como um barómetro das expectativas relativamente à direção da política monetária e do crescimento económico a longo prazo.

De facto, a inversão da curva das taxas soberanas tem sido um indicador que tem previsto corretamente cada recessão nos EUA dos últimos 60 anos, com a exceção do ano 1966 e o breve episódio de 1998. Não é surpreendente, portanto, que a recente inversão da curva do *treasury* para determinados troços (por exemplo, a obrigação a 10 anos *versus* a obrigação a 2 anos) tenha desencadeado alguns sinais de alarme face a uma possível recessão.

Um cenário que, no entanto, não se reflete nas previsões do consenso dos analistas, que, tal como nós, projetam um crescimento positivo do PIB para os próximos anos, embora em tendência descendente.

Na nossa opinião, existem vários motivos que podem explicar este dilema:

Em primeiro lugar, a curva das taxas encontra-se distorcida por fatores técnicos, o que, por sua vez, reflete a mudança abrupta na política de compra de ativos da Fed. Em apenas alguns meses, o banco central não só deixou de adicionar obrigações públicas ao seu balanço (a uma taxa mensal de 80 000 milhões de dólares), como também anunciou que espera começar a reduzir a sua carteira de ativos este ano (com um limite mensal de 60.000 milhões).

Em segundo lugar, é necessário ter em conta a velocidade a que tem também evoluído a comunicação sobre normalização nas taxas oficiais. Em apenas seis meses, o eleitor mediano da FOMC passou de rejeitar subidas nas taxas em 2022 (na reunião de setembro de 2021) para ser a favor de, pelo menos, sete aumentos este ano (na reunião de março de 2022), com vista a posicionar o intervalo de taxas acima do nível estimado para o longo prazo em 2023. Este ajustamento exerceu uma pressão em alta tanto sobre as taxas implícitas nos mercados monetários como sobre as taxas soberanas nos troços curtos da curva, que são mais condicionados pelo nível das taxas de juro oficiais.

Em terceiro lugar, a aparente distorção na curva das taxas soberanas reflete também uma trajetória algo invulgar de acordo com a inflação cotada, com níveis muito elevados nos próximos 24 meses, mas que se torna mais moderada e próxima dos objetivos do banco central, a longo prazo. De facto, nas obrigações indexadas à inflação, o diferen-

EUA : taxas de juro da dívida soberana em diferentes prazos



Nota: No fecho a 30 de abril de 2022.

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

cial de taxas no troço de 10-20 anos permanece em território positivo, próximo dos valores máximos desde 2015, mostrando poucos sinais de recessão (ver terceiro gráfico). Isto é consistente com as estimativas do nosso modelo estatístico, que, utilizando o diferencial entre taxas nominais de 3 meses e 10 anos, atribui uma probabilidade de recessão inferior a 15%, semelhante ao que a Fed declarou recentemente.²

O nosso cenário central de resiliência económica baseia-se no facto de que, por um lado, o dinamismo do mercado de trabalho e a boa posição financeira do setor privado mais do que compensarão os efeitos negativos da inflação elevada e a retirada de estímulos monetários. Por outro lado, as ruturas ao nível da oferta e o conflito na Ucrânia tenderão gradualmente a melhorar. Todavia, o balanço do risco neste cenário permanece com tendência negativa.

2. Ver <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm> e o Focus «Sobre a probabilidade de uma recessão nos EUA», no IM05/2018.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	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	-0,43	-0,46	3	14,3	10,6
Euribor 12 meses	0,17	-0,07	24	66,7	64,7
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,23	-0,45	22	41,4	41,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,26	-0,07	34	88,1	94,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	0,94	0,55	39	111,5	114,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	1,97	1,44	54	140,9	149,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,02	1,35	67	155,2	153,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,50	0,50	0	25,0	25,0
Libor 3 meses	1,33	0,96	37	112,6	115,8
Libor 12 meses	2,63	2,10	53	204,5	234,7
Dívida pública a 1 ano	2,06	1,60	46	168,2	201,0
Dívida pública a 2 anos	2,71	2,33	38	198,2	255,6
Dívida pública a 10 anos	2,93	2,34	60	142,4	130,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2022 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	90	73	17	42,1	39,9
Itraxx Financeiro Sénior	102	81	21	47,2	43,6
Itraxx Financeiro Subordinado	197	153	44	89,3	89,7

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,055	1,107	-4,7	-7,3	-12,3
EUR/JPY (ienes por euro)	136,950	134,670	1,7	4,6	4,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,839	0,842	-0,4	-0,3	-3,6
USD/JPY (ienes por dólar)	129,700	121,700	6,6	12,7	18,7

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	643,3	634,4	1,4	11,2	20,9
Brent (\$/barril)	109,3	107,9	1,3	40,6	62,6
Ouro (\$/onça)	1.896,9	1.937,4	-2,1	3,7	7,2

Rendimento variável

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2022 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.131,9	4.530,4	-8,8	-13,3	-1,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.802,9	3.902,5	-2,6	-11,5	-4,3
Ibex 35 (Espanha)	8.584,2	8.445,1	1,6	-1,5	-2,6
PSI 20 (Portugal)	5.930,0	6.037,0	-1,8	6,5	17,4
Nikkei 225 (Japão)	26.847,9	27.821,4	-3,5	-6,8	-6,8
MSCI emergentes	1.076,2	1.141,8	-5,7	-12,6	-20,1

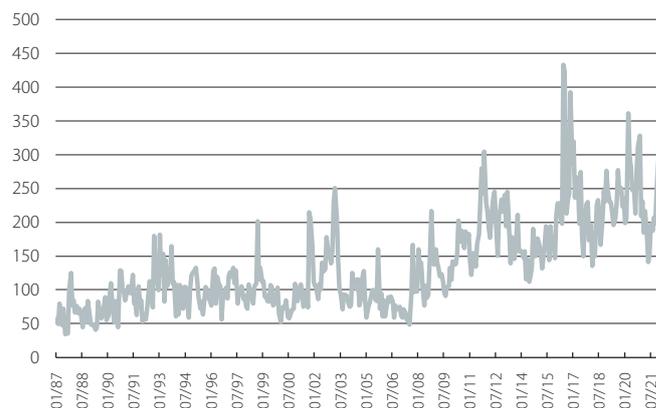
Os preços da guerra

Impacto global do conflito Rússia-Ucrânia. Como a invasão na Ucrânia não dá sinais de abrandamento, os múltiplos efeitos económicos da guerra vão-se somando. A recente recuperação no preço das principais matérias-primas traduz-se rapidamente numa inflação mais elevada, o que irá afetar o poder de compra das famílias e levar a economia global a crescer significativamente menos do que o esperado há alguns meses. Nesta linha, o FMI reduziu as suas previsões de crescimento da economia global em 0,8 p.p. para este ano e em 0,2 p.p. para 2023, prevendo um crescimento de 3,6% em ambos os anos (3,5% e 3,7%, respetivamente, são as previsões que fazemos no BPI Research). Por áreas geográficas, o maior ajustamento foi feito nas economias emergentes, cujo crescimento foi reduzido em 1 p.p. este ano (para 3,8% de acordo com o FMI), devido à queda da economia russa (espera-se que se contraia mais de 8% este ano), e um crescimento mais fraco na Índia e na China. A incerteza continuará a ser o elemento-chave neste ambiente macroeconómico, particularmente na Europa, onde atingiu níveis praticamente semelhantes ao início da pandemia e à votação do *brexit*.

Os indicadores de atividade na UE apresentam sinais de fraqueza. Num 1T turbulento, marcado pelo surgimento da variante ómicron e pelo início da guerra na Ucrânia, o crescimento do PIB na Zona Euro conseguiu manter-se em terreno positivo, com um avanço de 0,2% em cadeia (5,0% homólogo), e com uma evolução desigual entre os países. Como surpresa negativa, a França dececionou ao estagnar em relação ao trimestre anterior e Espanha cresceu menos do que o previsto (0,3% em cadeia, consulte a secção de Economia espanhola). Entretanto, a Alemanha surpreendeu ao crescer cerca de 0,2%, evitando assim uma recessão técnica no primeiro semestre. O impacto da guerra na Ucrânia começará, no entanto, a tornar-se mais visível no 2T de 2022. Neste sentido, os indicadores de confiança de março e abril, ainda que acima do esperado, mostram uma clara deterioração das expectativas por parte dos agentes económicos. Concretamente, as famílias estão a ser mais afetadas pela inflação, enquanto a indústria reflete os elevados preços das matérias-primas e a persistência dos estrangulamentos globais. Por outro lado, o setor dos serviços continua a estar favorecido pelo impulso concedido pelo levantamento das restrições sanitárias. Neste contexto, há que mencionar que as eleições presidenciais deram a vitória a Macron na segunda volta com 58,5% dos votos contra Le Pen. Este resultado dará estabilidade aos mercados numa altura em que a incerteza na Europa é bastante elevada devido à guerra na Ucrânia.

Inflação: os elevados preços da energia contagiam as outras componentes e a subjacente atinge 3,5% na zona euro. A inflação geral aumentou 1 décima na Zona Euro, até 7,5%, enquanto a subjacente aumentou para 3,5%, o que representa uma subida de 0,6 p.p. em apenas um mês. Os dados mais recentes sugerem que o aumento dos preços da energia estão a afetar rapidamente o restante cabaz de compras, o que leva-

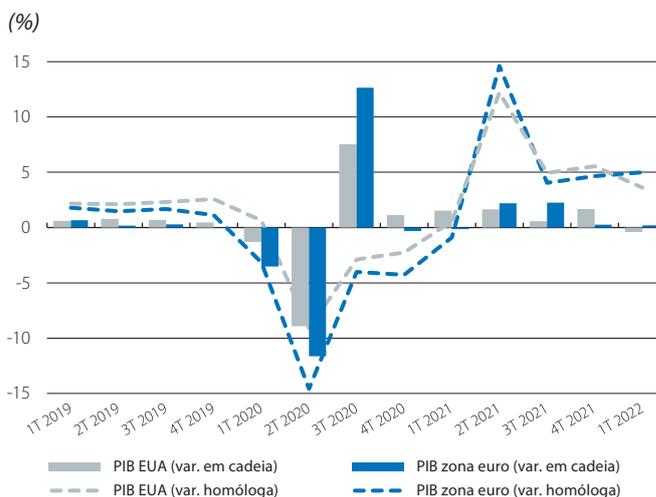
Europa: índice de incerteza (100 = média até dezembro de 2010)



Nota: O índice de incerteza é calculado através de arquivos de 10 jornais europeus. Conta-se o número de artigos de jornais que contêm os termos «incerto» ou «incerteza», «económico» ou «economia», e um ou mais termos relevantes sobre políticas públicas, ponderados pelo número de artigos no mesmo jornal e período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Baker, S., Bloom, N. e Davis, S. (2022). «Measuring Economic Policy Uncertainty» em www.PolicyUncertainty.com (dados disponíveis até 25/04/2022).

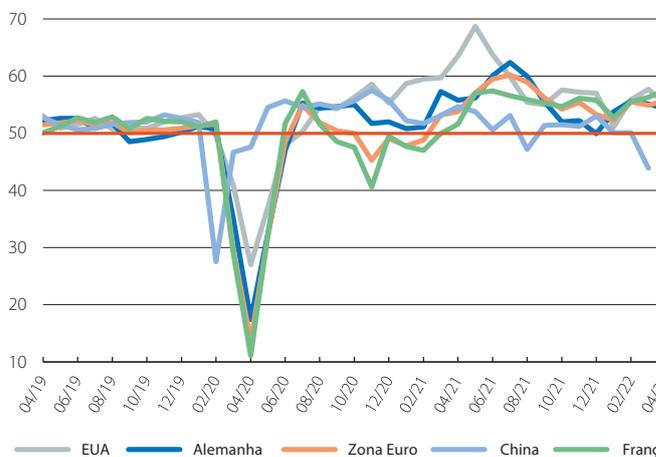
EUA e Zona Euro: PIB (%)



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

Global: PMI

Nível



Nota: Para alguns países, utilizamos a estimativa flash.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do PMI Markit e da S&P Global, via Refinitiv.

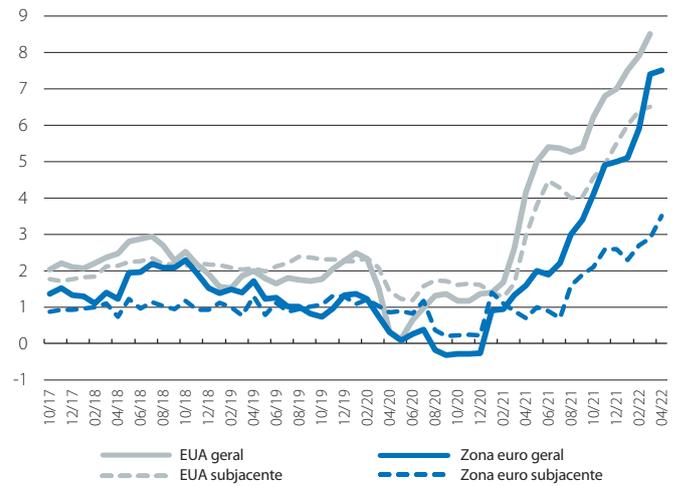
rá a maiores pressões com vista a uma normalização da política monetária do BCE (veja-se a secção de Mercados). Tanto o preço dos alimentos como dos bens industriais e de serviços registaram subidas representativas na sua variação homóloga este mês. Apesar da ligeira descida nos preços da energia, tanto por efeitos de base como por tensões menores nos principais mercados de matérias-primas, espera-se que a inflação se mantenha elevada nos próximos meses e que as componentes subjacentes subam assim algumas décimas. Por outro lado, dos EUA chegam alguns indicadores de que a inflação possa estar a atingir o seu pico. Em março, a inflação geral chegou a 8,5% interanual (em comparação com 7,9% em março), principalmente como consequência do aumento da componente energética. Desta forma, a inflação subiu até 6,5% (6,4% em fevereiro).

EUA: queda inesperada do PIB no 1T, mas com bons sinais do consumo. O PIB dos EUA contraiu-se 0,4% em cadeia no 1T 2022 (+3,6% em termos homólogos), em contraste com o avanço de 1,7% em cadeia no trimestre anterior. Esta reviravolta explica-se principalmente pela contribuição negativa do setor externo e da variação de *stocks*. Por sua vez, a procura interna manteve um ritmo de crescimento notável, favorecida pelo bom desempenho do mercado de trabalho e da poupança acumulada nos últimos anos. Em particular, o consumo privado avançou 0,6% em cadeia (em comparação com 0,7% no 4T 2021) e o investimento empresarial acelerou, com o investimento não residencial a aumentar 2,2% em cadeia (em comparação com 0,7% no 4T 2021). Em abril, os dados mensais continuaram a resistir ao contexto de incerteza, embora os riscos para a economia dos EUA não sejam menores: a própria pandemia, a persistência nas pressões inflacionistas e os riscos em torno do processo de normalização monetária iniciado pela Fed.

A Economia chinesa em confinamento. O PIB da China cresceu 4,8% em termos homólogos no 1T (em comparação com 4,0% no 4T 2021), após a recuperação nos meses de janeiro e fevereiro. Contudo, os dados de atividade de março sugerem um enfraquecimento acentuado da economia. Uma tendência de deterioração que tem sido ainda mais agravada pelos recentes confinamentos em numerosas e importantes cidades do país, como consequência da circulação da variante ómicron e da manutenção de uma política rigorosa de COVID zero. Como resultado, as vendas a retalho caíram 3,5% homólogo em março, o primeiro declínio desde julho de 2020. O índice PMI manufatureiro oficial da China caiu mais de 2 pontos em abril para 47,4, o seu nível mais baixo desde fevereiro de 2020; e o índice PMI manufatureiro Caixin apresentou também uma deterioração significativa, com uma queda da mesma magnitude. Por sua vez, o PMI oficial não manufatureiro baixou para 41,9 em abril (48,4 em março), representando também o nível mais baixo de confiança empresarial desde fevereiro de 2020. Sem dúvida, esta fraqueza no centro da cadeia global asiática será sentida em cadeias de fornecimentos globais já de si tensas, também afetadas pelo conflito na Europa.

EUA e Zona Euro: IPC

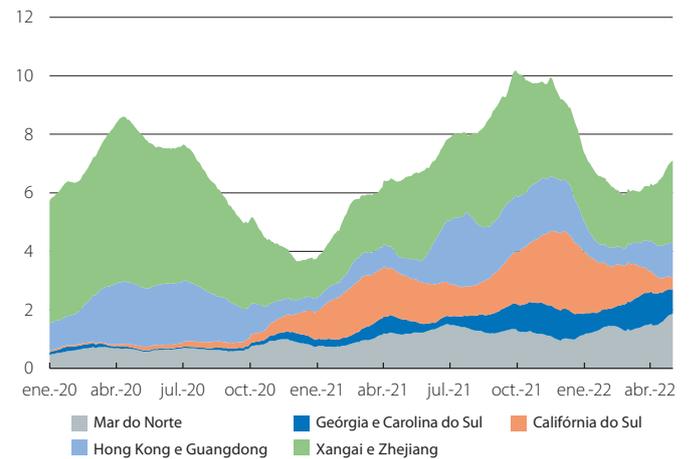
Variação homóloga (%)



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

Global: congestionamento nos principais portos

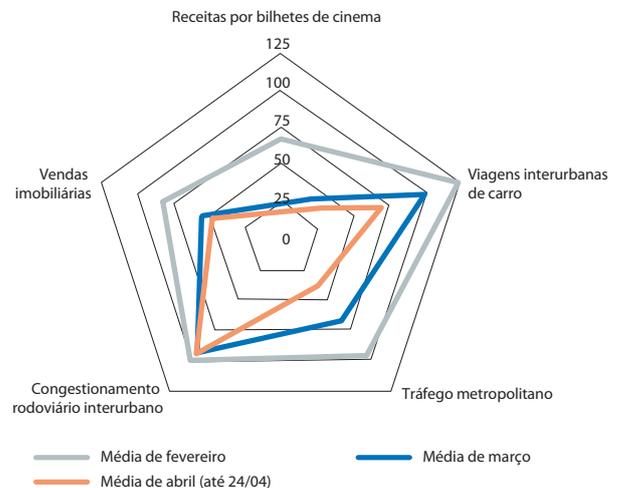
Porta-contentores em espera (% da capacidade global)



Nota: Utiliza-se uma média móvel de 60 dias.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Kiel Institute for the World Economy.

China: indicadores diários de atividade

(% de 2019)



Fonte: Capital Economics.

UE e China: mapas de uma interdependência estratégica

A ambição da China de se tornar uma potência económica, militar e geopolítica global tem gerado tensões ocasionais com os países ocidentais desde o início dos anos 2000. Tensões essas que culminaram numa forte escalada das restrições comerciais com os EUA a partir de 2018 e um processo de separação entre ambas as potências. O início da pandemia em 2020 e mais recentemente a guerra na Ucrânia, acelerou esta tendência de separação, à qual a Europa parece ter aderido, embora timidamente por enquanto.

Encontramos novos termos no discurso político, tais como «autonomia estratégica», *reshoring* ou *nearshoring*, numa tentativa de aumentar a resistência das cadeias de abastecimento e garantir a segurança do consumo de produtos essenciais face aos choques da oferta, sejam eles de origem sanitária, climática ou geopolítica. No entanto, será

esta almejada «autonomia estratégica» possível ou mesmo desejável? Para responder a esta pergunta, neste artigo analisamos a dependência da UE em relação à China.

A origem chinesa da procura final europeia: 2% made in China

Ao longo do tempo, a China tornou-se a principal fonte das importações do bloco europeu. Em 2020, estas representavam 22% do total de importações brutas de bens da UE, em comparação com 12% para os EUA e 9% para o Reino Unido. Isto contrasta com a situação em 2000, quando apenas 6% das importações de bens europeus provinham da China, muito aquém dos 19% do Reino Unido e dos 16% dos EUA, ou mesmo dos 8% do Japão.¹

Os dados sobre importações e exportações em termos brutos não permitem uma avaliação precisa da origem dos

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

	Alemanha			Espanha			França			Itália			UE-27			EU A			Japão	Brasil	Rússia	Índia
	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018
TOTAL	2,1	0,3	0,8	1,9	0,3	0,9	1,8	0,3	0,7	1,6	0,3	0,7	1,9	0,3	0,8	2,2	0,5	1,2	3,1	1,5	3,2	3,2
Agricultura	1,6	0,3	0,6	1,1	0,2	0,4	1,0	0,2	0,4	1,1	0,3	0,5	1,2	0,2	0,5	1,4	0,4	0,7	2,9	1,2	1,9	0,4
Mineração	1,0	0,3	0,3	0,9	1,9	0,5	7,8	0,3	0,7	0,8	0,1	0,4	1,7	0,4	0,4	1,0	0,2	0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
Indústrias	5,7	0,8	2,1	6,1	0,9	2,4	6,1	0,9	2,3	4,6	0,7	1,8	5,7	0,8	2,2	8,4	1,5	4,2	9,4	4,8	8,7	7,5
Alimentação	1,8	0,4	0,8	1,9	0,3	0,8	1,6	0,3	0,5	1,3	0,3	0,5	1,7	0,3	0,7	1,9	0,4	0,9	3,8	1,3	2,6	1,1
Têxtil e vestuário	23,2	3,6	8,9	21,8	2,2	7,5	25,0	2,9	9,4	11,0	1,8	4,8	19,1	2,6	7,4	37,1	6,8	18,9	42,2	9,0	31,6	7,0
Madeira e papel	1,8	0,4	0,7	1,7	0,4	0,8	2,1	0,5	0,8	1,5	0,3	0,6	1,7	0,4	0,7	3,2	0,8	1,4	2,5	1,5	2,7	3,0
Coque e ref. de petróleo	1,1	0,3	0,7	1,0	0,4	0,3	1,9	0,4	0,5	0,9	0,2	0,5	1,2	0,3	0,5	0,8	0,3	0,4	2,1	1,5	0,8	1,6
Química e farmacêutica	3,1	0,5	0,9	3,8	0,7	1,3	3,1	0,6	1,1	2,8	0,6	1,1	2,9	0,5	1,0	2,7	0,6	1,1	3,6	4,0	4,4	6,7
Borrachas e plásticos	3,1	0,6	1,1	4,7	0,8	1,5	4,5	0,9	1,4	3,3	0,6	1,1	3,8	0,7	1,3	6,2	0,9	2,3	5,7	3,7	7,1	9,6
Outros minerais não metálicos.	3,5	0,4	1,7	3,3	0,3	1,3	3,4	0,3	1,4	3,0	0,3	1,2	3,4	0,4	1,6	5,8	1,0	3,4	4,8	2,4	4,3	2,8
Metais	3,3	0,6	1,4	4,5	0,6	1,8	4,2	0,5	1,4	2,7	0,3	1,2	3,6	0,5	1,4	4,8	0,7	2,4	3,7	3,6	5,1	4,0
Computadores e bens eletrónicos	19,0	2,0	7,8	20,5	2,7	8,6	22,9	2,6	9,6	12,4	1,8	5,0	17,8	2,0	7,5	19,8	2,0	9,2	19,5	16,7	26,4	26,5
Produtos elétricos	9,3	0,6	1,9	12,9	0,7	2,6	16,7	1,2	3,8	9,6	0,5	1,9	11,1	0,7	2,7	18,8	1,9	6,4	19,2	11,3	14,1	16,3
Maquinaria	4,3	0,5	1,5	7,7	0,8	2,5	6,9	0,7	2,4	4,9	0,5	1,9	5,5	0,6	2,0	8,1	1,0	3,5	7,7	7,4	13,8	13,4
Veículos a motor e reboques	2,4	0,3	0,9	3,3	0,4	1,1	3,3	0,3	1,0	3,1	0,3	1,1	2,9	0,3	1,0	5,5	0,6	2,0	4,6	3,0	6,2	4,6
Outros equipamentos de transporte	5,8	0,7	2,6	4,8	0,5	2,1	4,4	0,6	1,8	4,5	0,4	1,8	5,7	0,7	2,6	3,6	0,6	1,7	5,3	16,4	6,2	10,8
Outros fabricantes	7,7	0,8	1,8	9,5	1,1	2,3	8,4	0,8	1,8	5,9	0,7	1,4	7,8	0,9	1,9	16,0	3,5	7,8	9,7	5,6	12,6	11,0
Serviços	1,2	0,2	0,5	1,1	0,2	0,5	1,0	0,1	0,4	0,8	0,2	0,4	1,1	0,2	0,5	1,0	0,2	0,5	1,7	0,6	1,8	1,9
Serviços comerciais	1,6	0,2	0,5	1,5	0,2	0,6	1,6	0,2	0,5	1,2	0,2	0,5	1,6	0,2	0,5	1,8	0,4	0,9	2,9	0,9	2,0	2,6
Logística	3,2	0,5	1,5	2,1	0,4	1,3	2,6	0,4	1,1	1,9	0,6	1,0	2,5	0,5	1,2	2,7	0,6	1,5	2,6	1,4	3,6	3,4
Restauração	1,0	0,3	0,7	0,8	0,1	0,4	0,8	0,2	0,5	0,6	0,2	0,4	0,8	0,2	0,5	0,8	0,3	0,5	1,7	0,7	2,1	1,0
Informação e comunicação	1,6	0,4	0,6	2,6	0,4	0,9	1,7	0,2	0,5	1,2	0,2	0,5	1,8	0,3	0,6	1,1	0,2	0,5	2,8	0,8	2,6	3,0
Financeiro	0,6	0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,1	0,2	0,6	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	1,0	0,2	0,6	0,7
Imobiliário	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1	0,6	0,3
Outros serviços	1,2	0,3	0,5	0,9	0,2	0,5	0,9	0,1	0,3	0,7	0,1	0,3	1,0	0,2	0,4	0,8	0,2	0,3	1,8	0,6	2,2	1,7

Notas: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizados os dados da mais recente atualização dos dados TiVA da OCDE de novembro de 2021.

As cores da tabela refletem o grau de integração entre ambas as economias. As cores azul e verde indicam uma percentagem menor da procura final de cada país ou região, originária da China, indicada, enquanto as cores laranja e vermelha indicam uma percentagem maior da procura final originária da China.

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

1. De acordo com os dados do Observatório da Complexidade Económica (OEC, pelas suas siglas em inglês). Ao contrário da base de dados TiVA, que utilizamos abaixo, estes apenas incluem o comércio de bens (ou seja, excluem serviços).

Valor acrescentado nas exportações originário da China

(% das exportações)

	Alemanha	Espanha	França	Itália	UE-27			EU A			Japão	Brasil	Rússia	Índia
	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	1995-2000	2002-2007	2015-2018	2015-2018	2015-2018	2015-2018
TOTAL	1,5	1,6	1,6	1,5	1,6	0,3	0,7	1,3	0,3	0,8	2,7	1,3	1,2	1,9
Agricultura	1,0	0,8	0,9	0,5	0,9	0,2	0,4	1,0	0,2	0,4	1,7	1,0	1,3	0,4
Mineração	0,9	1,1	1,2	0,5	0,8	0,1	0,4	0,8	0,2	0,3	1,6	1,1	0,6	2,1
Indústrias	1,9	2,4	2,4	2,0	2,1	0,3	0,9	2,3	0,5	1,4	3,4	1,9	1,7	2,9
Alimentação	1,0	1,1	1,0	0,8	1,1	0,2	0,5	1,3	0,3	0,6	1,7	0,9	1,7	0,8
Têxtil e vestuário	3,3	4,5	4,8	3,4	3,6	0,7	1,6	3,9	1,2	2,4	4,8	3,1	6,9	3,3
Madeira e papel	1,1	1,4	1,5	1,1	1,1	0,2	0,4	2,0	0,4	0,9	1,7	1,2	1,7	2,3
Coque e ref. de petróleo	0,9	0,9	2,3	0,7	1,1	0,3	0,3	0,7	0,2	0,2	1,9	1,5	0,6	0,9
Química e farmacêutica	1,4	1,7	1,3	1,5	1,2	0,3	0,5	1,4	0,3	0,7	2,6	1,8	1,8	3,4
Borrachas e plásticos	1,7	2,4	1,6	1,7	1,8	0,3	0,7	2,3	0,4	1,0	2,8	2,0	3,5	3,8
Outros minerais não metálicos.	1,2	1,7	1,4	1,3	1,4	0,2	0,6	1,7	0,4	0,9	1,9	1,1	2,1	1,9
Metais	1,6	2,0	1,8	1,8	1,7	0,3	0,8	2,1	0,4	1,1	1,8	1,5	1,7	2,6
Computadores e bens eletrónicos	3,9	4,5	3,4	2,8	4,6	0,6	2,3	2,1	0,7	2,4	4,4	6,3	7,5	5,0
Produtos elétricos	3,0	3,6	3,9	3,2	3,4	0,4	1,2	3,3	0,6	1,6	4,9	2,9	4,6	3,7
Maquinaria	2,1	2,9	2,8	2,1	2,3	0,3	0,9	3,2	0,5	1,5	3,2	2,4	4,2	3,0
Veículos a motor e reboques	1,7	3,4	2,9	2,3	2,2	0,3	0,8	4,2	0,5	1,8	3,6	2,0	4,2	4,1
Outros equipamentos de transporte	2,5	2,7	3,5	2,5	3,1	0,4	1,2	2,7	0,5	1,2	3,0	5,2	4,1	4,2
Outros fabricantes	2,5	2,0	2,3	1,8	2,0	0,3	0,8	2,3	0,5	1,2	3,4	2,2	3,6	5,1
Serviços	0,7	0,8	0,8	0,5	0,8	0,1	0,4	0,5	0,1	0,2	1,3	0,4	1,1	0,7
Serviços comerciais	0,5	0,6	0,8	0,5	0,7	0,1	0,3	0,6	0,1	0,2	1,5	0,3	0,8	0,4
Logística	0,9	0,7	1,0	0,6	1,1	0,2	0,5	0,5	0,1	0,2	1,3	0,7	1,0	1,6
Restauração	0,7	0,8	0,6	0,4	0,6	0,1	0,3	0,6	0,1	0,3	1,5	0,6	1,1	0,4
Informação e comunicação	0,8	1,5	1,0	0,7	1,1	0,2	0,4	0,7	0,1	0,3	1,3	0,6	1,9	0,6
Financeiro	0,5	0,4	0,5	0,3	0,6	0,1	0,4	0,3	0,1	0,1	0,9	0,2	0,5	0,4
Imobiliário	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,3	0,0	0,1	0,3	0,1	0,5	0,3
Outros serviços	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6	0,1	0,3	0,5	0,1	0,2	0,9	0,4	1,9	0,8

Notas: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC), 2002-2007 (após a entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes). São utilizados os dados da mais recente atualização dos dados TiVA da OCDE de novembro de 2021.

As cores da tabela refletem o grau de integração entre ambas as economias. As cores azul e verde indicam uma percentagem menor da procura final de cada país ou região, originária da China, enquanto as cores laranja indicam uma percentagem maior da procura final originária da China.

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

bens e serviços consumidos. Neste sentido, a base de dados TiVA (*Trade in Value Added*) da OCDE, baseada em tabelas *input-output* internacionais, fornece-nos uma visão mais detalhada da integração económica entre a China e a UE, permitindo avaliar as dependências reais ao nível de cada país e setor. Ao identificar a origem e destino exatos de cada bem e serviço transacionado, podemos investigar a composição e a origem real da procura final e das exportações.²

Em termos gerais, os bens e serviços chineses representam 2% da procura final europeia (ver primeira tabela) nos últimos anos, um nível semelhante ao dos EUA, mas inferior ao de países como o Japão ou a Índia, cujas cadeias de valor são mais integradas com a China.

Entre a UE e os restantes países, encontramos algumas tendências transversais relevantes. Em primeiro lugar, esta dependência da China aumentou muito significativamente nas últimas duas décadas e em todos os setores analisados, tanto nos setores industriais como nos de serviços. Em

2. Para mais detalhes sobre a utilização desta base de dados, ver também o Focus «A dependência europeia em relação à Rússia: uma questão primordial» na IM04/2022.

segundo lugar, é evidente que o gigante asiático tornou-se uma potência industrial global, representando 5 a 10% da procura final global do setor industrial. Em particular, o domínio da cadeia de valor chinesa nos setores têxtil e eletrónico é inquestionável, representando mais de 20% da procura final destes setores nas maiores economias da UE, 40% nos têxteis no Japão e nos EUA, ou mais de 25% nos bens eletrónicos na Índia e na Rússia.

Considerando a evolução dentro da UE, a integração com a China acentuou-se na última década, particularmente nos setores mais avançados como os eletrónicos e de maquinaria, mas também nos serviços comerciais ou de informação e comunicação.

Esta forte integração da China nas cadeias de valor europeias é evidente quando se analisa o peso crescente dos bens e serviços chineses no setor de exportação europeu (ver segunda tabela), principalmente nos setores industriais tecnologicamente avançados, indicando a capacidade de penetração dos produtos intermédios produzidos na China em cadeias de produção altamente integradas, tais como nas de bens eletrónicos, de maquinaria e de equipamentos de transporte. Importa salientar que as exporta-

ções espanholas de bens eletrónicos ou as exportações francesas de equipamentos de transporte incorporam uma maior proporção de bens e serviços chineses do que os setores de exportação japoneses correspondentes. As indústrias têxteis europeias estão também entre as mais integradas do mundo com a China. Além disso, na UE-27, esta integração acelerou na última década, em contraste, por exemplo, com os EUA, onde as exportações americanas de produtos eletrónicos contêm uma menor proporção de bens chineses do que há alguns anos.

Neste ponto, é também importante sublinhar que, a um nível mais desagregado, a dependência entre países pode ser muito mais importante em certos produtos específicos. Se uma dependência significativa das importações de um determinado produto for combinada com o domínio do mercado do país exportador, o risco de ruturas nas cadeias de produção é maior no caso de interrupções de abastecimento, por dificuldades logísticas ou tensões diplomáticas.

Neste sentido, a dependência da UE da China é muito relevante em alguns elementos raros (cruciais para a transição energética), como o manganês ou o escândio, em vários componentes essenciais para a produção de bens farmacêuticos, como princípios ativos e vitaminas, ou em componentes eletrónicos, tanto finais como intermédios, como lâmpadas LED ou ímanes permanentes. Em todos estes produtos, a China tem uma quota de mercado global de mais de 50%, em alguns casos representando 90% da produção mundial.³

Uma ligação sustentável?

Na última *Informação Mensal*, analisámos o impacto das atuais tensões com a Rússia, concluindo que os efeitos negativos da separação serão particularmente visíveis a curto prazo e nas economias mais dependentes dos combustíveis fósseis para a energia. Contudo, a médio prazo, tal como alguns países demonstraram nos últimos anos, uma diminuição da dependência das matérias-primas russas não é impossível e é compatível com uma transição energética mais rápida e coordenada.

A China, no entanto, está muito mais densamente interligada com a UE e com as restantes grandes economias mundiais. Na UE, em particular, esta integração acelerou na última década e a cadeia de valor chinesa é fundamental para um grande número de setores, principalmente nos industriais. Além disso, nos últimos anos, a economia chinesa tem percorrido um longo caminho de crescente especialização tecnológica (ver terceira tabela), reafirmando assim um papel vital no sistema comercial global. Como demonstraram as dificuldades recorrentes de abastecimento durante a pandemia, uma separação da China traria custos

3. Ver Comissão Europeia (2021). «Strategic dependencies and capacities», Commission Staff Working Document. Ver também Salinas Conte, L. (2021). «La dependencia de China en las cadenas de suministro españolas», Elcano Policy Paper, Real Instituto Elcano.

Índice da complexidade económica (ECI)

Posição no ranking ECI

	2000	2010	2020
Japão	1	1	1
Suíça	3	3	2
Taiwan	22	5	3
Alemanha	2	2	4
EU A	5	8	9
França	10	13	15
Itália	13	18	19
Hong Kong	48	34	23
China	54	31	28
Espanha	19	28	34
Índia	50	50	40
Rússia	25	30	43
Brasil	29	35	47

Nota: O índice pode ser interpretado como uma medida da intensidade relativa do conhecimento de uma economia e é calculado com base no perfil de exportações de cada país.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Observatório da Complexidade Económica (OCE).

transversais a toda a economia que, em muitos casos, seriam incomportáveis. Ao contrário do *Green Deal* europeu, a possibilidade de alcançar uma «autonomia estratégica» em muitos destes setores através do *reshoring* de parte da cadeia de valor não é totalmente clara. Se a entrada numa nova era geopolítica que resulta num processo de desglobalização se confirmar, o jogo de inevitáveis tensões entre blocos é suscetível de produzir mais perdedores do que vencedores. Além disso, uma ligação duradoura entre a UE e a China terá de ser cada vez mais sustentada por uma diplomacia sólida. Desta dependerá não só a economia europeia, mas também a política interna, a estabilidade geopolítica global e, porque nunca é demais recordar, a luta global contra as alterações climáticas.

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

ESTADOS UNIDOS

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Atividade									
PIB real	-3,4	5,7	12,2	4,9	5,5	3,6	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	27,5	14,3	16,2	10,5	12,1	15,8	4,1
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	111,1	105,7	107,6
Produção industrial	-7,2	5,5	14,7	5,5	4,4	5,4	3,3	7,5	5,5
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	57,6	58,6	57,1
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.588	1.562	1.670	1.753	1.679	1.788	1.793
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	262	274	283	...	292	299	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	4,0	3,8	3,6
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	59,7	59,9	60,1
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,7	-3,7	...	-3,8	-3,8	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	7,5	7,9	8,5
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,0	6,4	6,5

JAPÃO

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Atividade									
PIB real	-4,5	1,7	7,3	1,2	0,4	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	36,5	35,2	32,8
Produção industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	-1,6	0,5	-0,8
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	-19,8	13,8	14,0	18,0	18,0	14,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,7	2,6
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,3	-0,8	-1,0	-1,3
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	0,5	0,9	1,2
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	-1,2	-0,9	-0,7

CHINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Atividade									
PIB real	2,2	8,1	7,9	4,9	4,0	4,8	-	-	-
Vendas a retalho	-2,9	12,4	14,1	5,1	3,5	1,6	...	6,7	-3,5
Produção industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	...	7,5	5,0
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	50,1	50,2	49,5
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	681	605	636	681	735	704	699	735
Exportações	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	24,1	6,2	14,6
Importações	-0,6	30,1	44,1	25,4	23,6	9,5	19,8	10,4	-0,1
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	0,9	0,9	1,5
Taxa de juro de referência ³	3,9	3,8	3,9	3,9	3,8	3,7	3,7	3,7	3,7
Renminbi por dólar	6,9	6,5	6,5	6,5	6,4	6,3	6,4	6,3	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	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-0,8	5,4	12,6	2,4	4,1	...	8,4	5,0	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	...	-1,5	2,0	...
Confiança do consumidor	-14,3	-7,6	-5,5	-4,6	-6,7	-12,0	-8,5	-8,8	-18,7
Sentimento económico	88,0	110,1	113,2	116,8	115,7	111,7	112,7	113,9	108,5
PMI indústrias	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	58,7	58,2	56,5
PMI serviços	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	51,1	55,5	55,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	-1,5	1,1	2,0	2,1	2,1	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	7,7	8,1	7,5	7,1	...	6,9	6,8	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,9	3,6	3,7	3,5	3,3	...	3,1	3,1	...
França (% pop. ativa)	8,0	7,9	8,2	7,8	7,5	...	7,5	7,4	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	...	8,6	8,5	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	-6,5	5,6	14,6	4,1	4,7	5,0	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,7	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	-8,0	7,4	19,1	3,5	5,5	5,3	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	-9,1	7,0	17,7	3,9	6,2	5,8	-	-	-

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 geral	0,3	2,6	1,8	2,8	4,6	6,1	5,1	5,9	7,4
Inflação subjacente	0,7	1,5	0,9	1,4	2,4	2,6	2,3	2,7	3,0

Setor externo

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	01/22	02/22	03/22
Balança corrente	2,1	2,6	3,1	3,2	3,3	3,2	3,2	3,0	...
Alemanha	7,1	7,4	8,1	8,1	7,9	7,8	7,2	7,2	...
França	-1,9	-0,6	-1,6	-1,2	-0,9	-0,9	-0,4	-0,4	...
Itália	3,8	2,4	4,3	4,1	4,0	3,8	1,0	0,9	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,2	92,3	92,7	91,7

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
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	2,3	1,8	3,3	4,4	4,4	4,5	4,2
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,3	4,4	4,5
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	...	1,2	1,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	...	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,1	9,4	9,3	8,7
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Instrumentos negociáveis	8,2	11,4	12,2	10,2	9,2	0,7	0,8	-0,4	1,6
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	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.

Portugal: resiliência, num ambiente desafiante

No 1T22, a economia excedeu em 1,2% o nível pré-covid. Surpreendentemente, o PIB cresceu 2,6% em cadeia e 11,9% homólogo, refletindo robustez do consumo privado e recuperação do turismo. Este resultado sugere que a nossa atual previsão para o crescimento no conjunto do ano (4,2%) deve revelar-se demasiado conservadora. No entanto, tendo em conta a possibilidade de agravamento dos impactos desfavoráveis associados ao conflito na Ucrânia, dada a evidência de arrefecimento dos parceiros Europeus, face à subida notória das taxas de juro de mercado, preferimos adotar uma postura mais conservadora, não alterando, para já, as nossas previsões para 2022. Entretanto, os primeiros indicadores relativos ao 2T não dão sinais de arrefecimento, tendo o indicador diário de atividade avançado 10,3% em abril e os indicadores de sentimento melhorado ligeiramente face a março, em reação ao início do conflito na Ucrânia. Entre os consumidores, passado o choque inicial da guerra, o sentimento melhorou ligeiramente resultado de pequenas melhorias na avaliação da situação financeira das famílias e expectativas de realização de compras importantes nos próximos 12 meses. Na oferta, o indicador de clima económico recuperou uma décima em abril face a março, situando-se em 2,2%, resultado das melhorias do sentimento na indústria, serviços e comércio, que mais que compensaram a pioria do sentimento no setor da construção. Neste setor, o menor otimismo reflete a diminuição da carteira de encomendas. Na indústria, salientamos a melhoria da confiança para -1,5 pontos face a -4 pontos em março, beneficiando de perspetivas mais positivas para a produção nos próximos 3 meses e de uma leitura ligeiramente menos negativa da procura global. A falta de matérias primas continua a ser um importante obstáculo à produção industrial, mas não se agravou face aos últimos meses de 2021, primeiros de 2022.

Preços no consumidor não dão tréguas em abril. A variação homóloga de 7,2% do IPC apresenta-se como a subida mais elevada desde março de 1993. A componente energética, tal como tem vindo a acontecer desde meados de 2021, continua a ser o grande dinamismo deste aumento de preços; e a sua variação homóloga situa-se agora em extraordinários 26,7% (19,8% em março). Também a outra componente mais volátil do cabaz, a dos produtos alimentares não processados, terá apresentado uma variação de 9,5% (5,8% em março). Todos os dados apontam para que os preços no consumidor se mantenham elevados nos próximos meses: o conflito na Ucrânia que pressiona os preços da energia e de diversas *commodities*; os confinamentos na China que impedem a normalização das cadeias logísticas e os preços na produção industrial que em março apresentaram também uma variação homóloga significativa (26,3%).

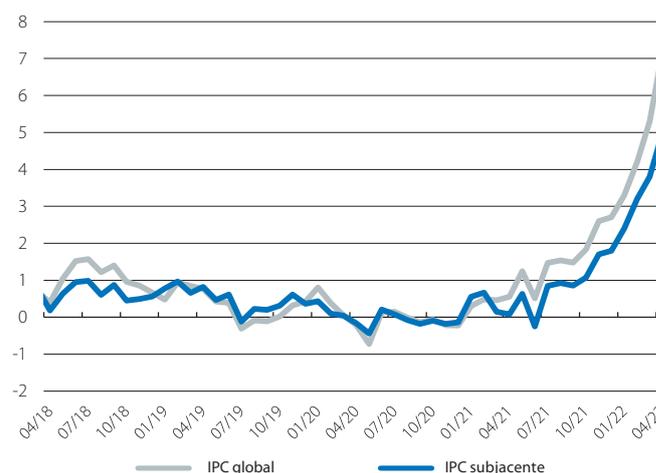
O mercado de trabalho continua a léguas das tensões geopolíticas. O desemprego registado nos centros de emprego caiu em março para níveis inferiores aos registados antes da pandemia, atingindo um total de 326.251 indivíduos. Isto representa menos 7.500 desempregados face a março 2019 e uma redução de 5,2% face a fevereiro deste ano (ou seja, -18.000 desempregados). Esta redução é explicada, em larga medida, por quatro sectores de atividade: alojamento & restauração, atividades imobiliárias, adminis-

Portugal: PIB (100 = 4T 2019)



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

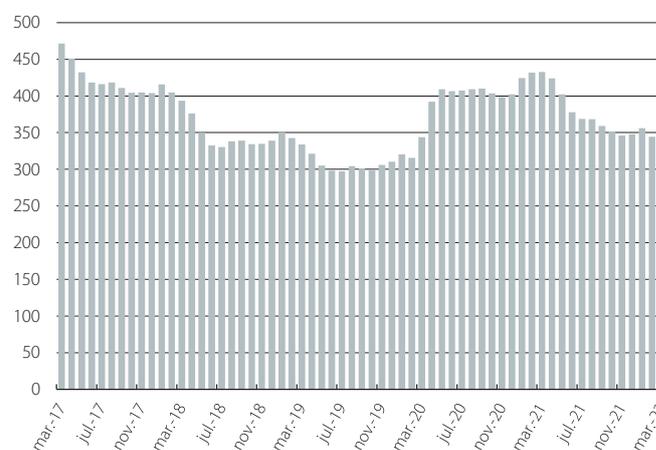
Portugal: IPC Variação homóloga (%)



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

Portugal: desemprego registado nos centros emprego

(Mil Indivíduos)



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

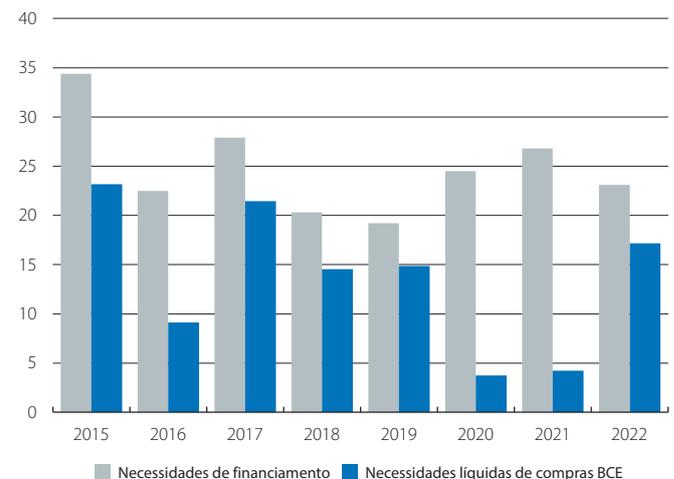
trativas & serviços de apoio, comércio e construção. Comparando com os níveis pré-pandemia, a construção e o comércio registam já níveis inferiores, um comportamento que está também em linha com os relatos de escassez de recursos humanos nestes sectores. Por sua vez, os últimos dados oficiais apontam para a manutenção da taxa de desemprego em fevereiro em 5,8%, pelo terceiro mês consecutivo, com o emprego a crescer 4,2% homólogo e 2,7% face ao período pré-COVID. É possível que haja um abrandamento do crescimento do emprego ao longo de 2022, refletindo as menores intenções de contratação com o agravamento dos custos energéticos e das matérias-primas para as empresas.

Necessidades de financiamento do estado diminuem em 2022. De acordo com o orçamento de estado para 2022, as necessidades públicas de financiamento serão de 23 mil milhões de euros, menos 4 mm€ do que em 2021. Até abril, o Tesouro emitiu 8,3 mil milhões de euros de OTs, equivalente a 36% das necessidades de financiamento. O prazo médio das emissões ronda os 13,5 anos e o custo de médio das emissões foi de 1,26%. Em 2022, o BCE continua a ser um importante comprador de dívida pública, tendo comprado até ao final do 1T 2,8 mil milhões de euros. Até ao final do ano estimamos que o BCE compra entre 5-6 mil milhões de euros, equivalente a cerca de 20-25% das necessidades de financiamento do ano.

A guerra veio agravar o desequilíbrio externo em 2022. Nos dois primeiros meses do ano, o défice agravou cerca de 810 milhões de euros face ao período homólogo situando-se em 1.023 milhões de euros. A deterioração do défice da balança de bens foi o principal fator explicativo do agravamento do saldo externo, refletindo maioritariamente o aumento dos preços dos bens importados, com destaque para os energéticos. Embora insuficiente para compensar a pioria do défice da balança de bens, a recuperação do turismo notou-se na melhoria do superavit da balança turística, que no período em análise se aproximou do registado no mesmo período de 2019. Com efeito, em janeiro e fevereiro, o saldo da balança turística foi de 1.118 milhões, apenas menos 100 milhões do que em janeiro e fevereiro de 2019. Para o conjunto do ano antecipamos que o défice da conta corrente aumente para 2,2% do PIB (ver focus «Em Portugal, a guerra na Ucrânia significa (também) regresso a défice externo», nesta publicação).

Bancos antecipam aumento da procura de crédito no 2T. Os bancos relataram uma maior procura por parte das PME e redução no caso das grandes empresas no 1T, apontando-se a procura de crédito para reestruturação ou renegociação de dívida. Por sua vez, a procura dos particulares aumentou no crédito ao consumo e outros fins. Para o 2T, os bancos esperam que a procura por parte das PME aumente, especialmente de empréstimos de curto prazo, e que aumente a procura por parte dos particulares, quer para compra de casa, quer para consumo. No que diz respeito aos critérios de concessão, os bancos revelaram critérios ligeiramente menos restritivos no caso do crédito ao consumo e outros fins e estáveis nos outros segmentos de crédito no 1T deste ano. A menor restritividade é explicada pela concorrência e mais tolerância a riscos. Para o 2T, os bancos antecipam critérios ligeiramente mais restritivos apenas para empréstimos a PME. O resultado deste inquérito faz antever que o nível de endividamento poderá continuar a aumentar. Em fevereiro o endividamento do setor privado não financeiro ascendia a 428,6 milhões de euros – 280,3 milhões de euros empresas não financeiras e 148,3 milhões particulares –, mais 1,7 milhões do que no final de 2021.

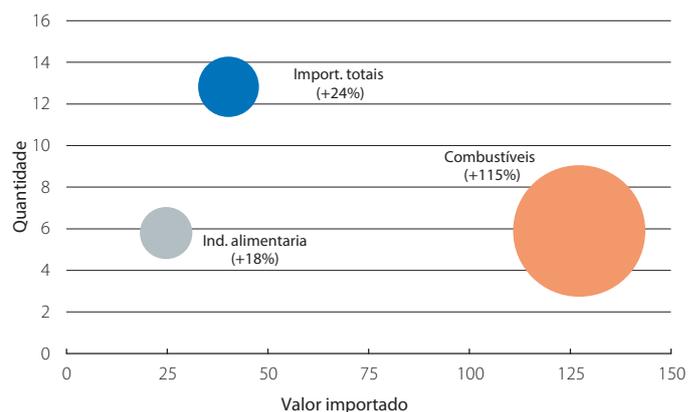
Portugal: necessidades financiamento Estado
(Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do IGCP, VCE e OE 2022.

Portugal: importações de bens em janeiro-fevereiro 2022

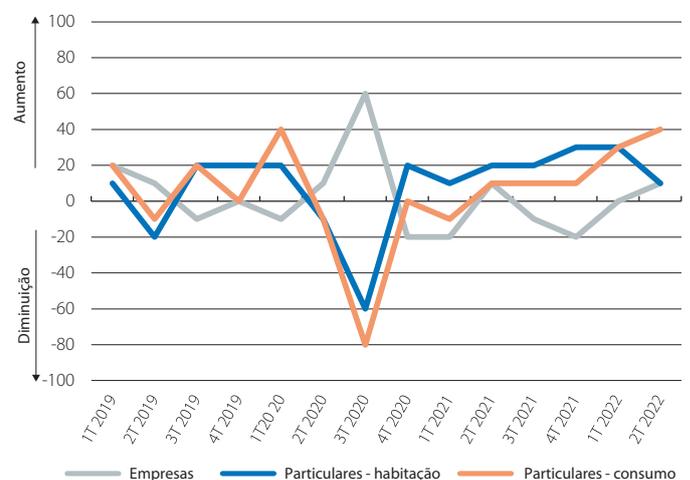
Variação homóloga



Nota: A dimensão dos círculos refere-se à variação homóloga do preço unitário das importações. Fonte: CBPI Research, com base nos dados do INE.

Portugal: procura de crédito

Índice de difusão



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

Crédito à Habitação em Portugal: entre a pandemia, a regulação e a subida dos juros

As novas operações de crédito à habitação evoluíram de forma muito dinâmica nos últimos dois anos, marcadas pela pandemia de COVID-19. Concretamente, aumentaram 34% em 2021, depois de um aumento de 8,1% em 2020, terminando o ano passado com um montante superior em cerca de 45% face a 2019. O que explica este dinamismo do crédito à habitação? E como se espera que evolua no futuro próximo?

Este dinamismo do crédito hipotecário encontra paralelo no desempenho muito positivo do mercado imobiliário residencial, quer do lado dos preços (aumentaram 9,4% em 2021), quer do lado das transações efetuadas (20,5%), que atingiram o valor mais elevado da série histórica. Assim, o preço médio de aquisição superou 179.000 euros no final do ano, o nível mais alto desde que existe informação (2009), o que ajuda a explicar o crescimento das novas operações de crédito à habitação. No entanto, a compra de casa com recurso ao crédito representou apenas cerca de 50% do montante total transacionado em 2021.

O contexto tem sido especialmente favorável para comprar casa, explicado por diversos fatores. Antes de mais, o ambiente de baixas taxas de juro e a elevada acumulação de poupanças durante a pandemia favoreceu a procura de habitações, não só com fins residenciais mas também para investimento.¹ De facto, a taxa de juro das novas operações de crédito passou de 1,10% no final de 2019, para 0,83% no final de 2021. Ao mesmo tempo, a pandemia trouxe mudanças consideráveis no mercado de trabalho, com o recurso ao teletrabalho e expectativas de regime híbrido no pós pandemia. Esta possibilidade permitiu que as famílias passassem a dar mais valor às condições de habitabilidade, procurando habitações com mais espaço exterior ou destinado a trabalho remoto.

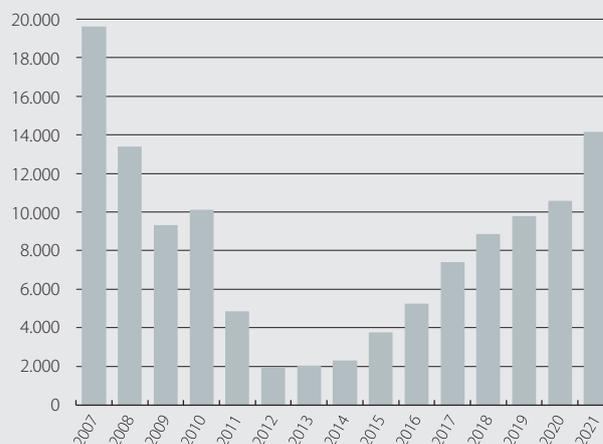
Perante um crescimento tão significativo no mercado imobiliário residencial, num contexto em que se perspetivam aumentos das taxas de juro na Zona Euro, e perante os desafios para as famílias decorrentes do forte aumento da inflação alimentado pela eclosão do conflito Rússia-Ucrânia, renascem os receios do que podem vir a ser os impactos no futuro no sistema financeiro português. Neste sentido, já em 2018, o Banco de Portugal tinha avançado com um conjunto de medidas macroprudenciais, tendo como objetivo evitar a acumulação de risco excessivo no balanço dos bancos e garantir que as famílias obtêm financiamento sustentável, minimizando o risco de incumprimento. Entre estas medidas, destacam-se as seguintes:² exigência que rácio *loan-to-value* (LTV), ou seja, percentagem do valor da

1. Estimamos que, no primeiro ano de pandemia, as poupanças excedentárias se tenham aproximado dos 8.000 milhões de euros (quase 4% do PIB de 2019), caindo para níveis em torno de 5.600 milhões em 2021 (2,6% do PIB).

2. Para mais informações, ver site do Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>

Novas operações de crédito à habitação

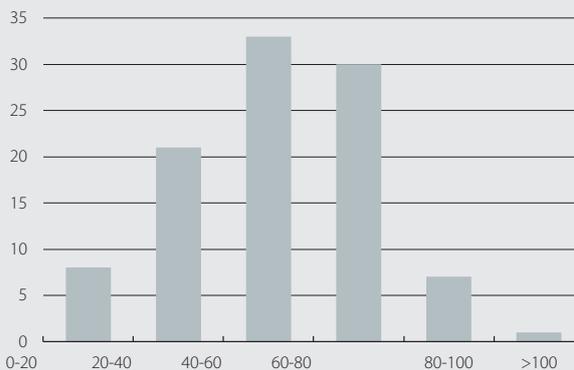
Acumulado no ano (milhões de euros)



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

Distribuição da carteira de crédito habitação por LTV*

(% da carteira de crédito)



Nota: (*) Loan-to-value é a % do valor da casa que é financiada por crédito.

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

Maturidade média novas operações de crédito habitação

(Anos)



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

casa que é financiada por empréstimos, seja igual ou inferior a 90% no caso da habitação própria e permanente; fixação de limite para o rácio *debt service-to-income* (DSTI),³ que deverá ser igual ou inferior a 50%; e limites para a maturidade do empréstimo, com o objetivo de convergência para a maturidade média de 30 anos até ao final de 2022. Mais recentemente, e perante a evidência de não convergência da maturidade para o objetivo pretendido, o banco central avançou com uma recomendação de vincular a maturidade dos empréstimos à idade do mutuário, em vigor desde o início de abril.⁴ Mais concretamente, a maturidade máxima para mutuários com idade até 30 anos fica estabelecida nos 40 anos, reduzindo para 37 anos para os indivíduos com idade entre os 30 e os 35 anos e cai para 35 anos para indivíduos com mais de 35 anos de idade.

Vejamos a situação atual destes indicadores. No que diz respeito ao rácio LTV, em 2021, a larga maioria dos novos contratos respeitou a recomendação do Banco de Portugal, com cerca de metade dos contratos a registar um LTV inferior a 80%. Quanto à carteira de crédito, 92% tinha um rácio igual ou inferior a 80%, sendo que 62% tinha um LTV menor ou igual a 60%. De igual modo, cerca de 94% dos novos contratos de crédito à habitação registaram um DSTI igual ou inferior a 50%.⁵

Por outro lado, a maturidade média dos novos contratos de crédito à habitação no final de 2021 era de 32,5 anos, acima do que seria necessário para a convergência de 30 anos no final de 2022.⁵ Esta situação levou a uma nova recomendação do banco central português já mencionada. De facto, a larga maioria dos novos contratos de crédito à habitação tem uma maturidade entre 30 e 40 anos (representavam 63% dos novos empréstimos no final de 2021), com quase metade a concentrar-se nos prazos a 35 e 40 anos. Estes valores comparam com maturidades médias muito mais baixas noutros países europeus, como Espanha ou França (23 e 21,1 anos, respetivamente, em 2020).⁵ De facto, prazos de reembolso tão longos significam que, em muitos casos, é ultrapassada a idade ativa dos mutuários (em 63% do total da carteira de crédito à habitação, a idade dos mutuários no final do contrato será superior a 70 anos; mais especificamente, para cerca de 25% da carteira, a idade dos mutuários no final dos contratos será de 75 ou 76 anos se não houver amortizações antecipadas).⁵

Ponderando todos estes fatores, parece-nos que a dinâmica das novas operações de crédito à habitação deverá refrear, possibilitando também que a tendência de desalavancagem prevaleça, num contexto de ainda elevados

níveis de endividamento das famílias. Antes de mais, o ambiente de maior incerteza e menor confiança das famílias,⁶ quer seja por receios quanto ao impacto que o conflito Rússia-Ucrânia tenha na sua situação laboral, quer pela incerteza quanto ao impacto indireto que terá no preço dos bens, especialmente alimentares e energéticos. Neste sentido, é possível que as poupanças acumuladas durante a pandemia sejam usadas predominantemente para colmatar o aumento dos preços ao consumidor, e que decisões de investimentos mais duradouros, como a compra de casa, sejam adiadas. Ao mesmo tempo, a recomendação do Banco de Portugal, implementada desde o início de abril, deverá contribuir para uma maior prudência no acesso ao crédito à habitação, acrescendo aos efeitos que a perspectiva do aumento das taxas de juro pode ter nas decisões de compra de casa.⁷

3. Representa a proporção do rendimento mensal (líquido de impostos e contribuições para a Segurança Social) que é destinada ao pagamento de todas as prestações mensais de todos os empréstimos detidos pelo mutuário, devendo considerar-se ainda o impacto de um aumento da taxa de juro e redução do rendimento caso a idade no final do contrato for superior a 70 anos.

4. Ver comunicado do Banco de Portugal, em <https://www.bportugal.pt/comunicado/comunicado-do-banco-de-portugal-sobre-implementacao-da-recomendacao-macprudencial-em-2-0>

5. Para mais informações, ver Banco de Portugal (2022). "Acompanhamento da recomendação macroprudencial sobre novos créditos a consumidores".

6. A confiança dos consumidores caiu de forma significativa em março para níveis próximos dos verificados no início da pandemia, destacando-se as perspetivas quanto à evolução futura dos preços.

7. Por exemplo, para um empréstimo de 120.000 euros, a 35 anos, um aumento das taxas de juro em cerca de 1 p.p. contribuiria para um aumento de cerca de 60 euros da prestação mensal. Este facto é especialmente relevante se considerarmos que cerca de 20% das despesas mensais das famílias são relacionadas com a habitação (onde se inclui também os gastos com água, luz, gás e outros combustíveis).

Em Portugal, a guerra na Ucrânia significa (também) regresso a défice externo

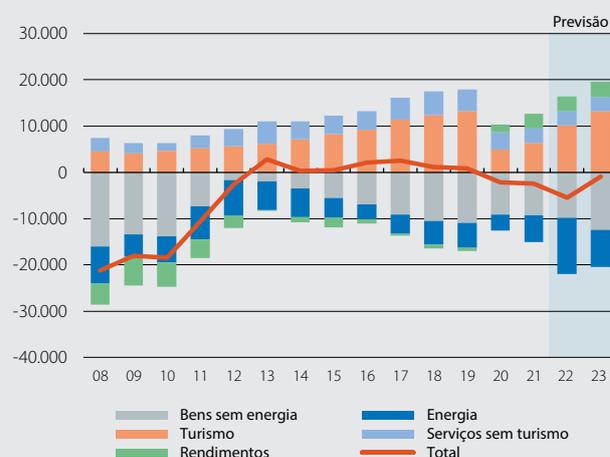
A expectativa de que o controle da pandemia e o crescimento económico iriam permitir que em 2022 o défice da balança corrente diminuísse foi frustrada pela eclosão do conflito na Ucrânia. Os impactos que este está a ter no encarecimento dos bens importados e no crescimento de alguns dos mais importantes parceiros comerciais de Portugal, vem, pelo contrário, acentuar o agravamento do défice a que assistimos nos últimos anos, adiando a tão esperada correção para 2023.

Em primeiro lugar, o aumento dos preços dos bens energéticos irá agravar o défice da balança energética, que em 2021 já atingiu os 5.776 milhões de euros, o défice mais elevado desde 2014, refletindo já o aumento dos preços dos produtos energéticos naquele ano e incremento nas compras de petróleo e gás, associado à retoma da atividade. Por ausência de substitutos, a procura de bens energéticos é relativamente rígida, não se esperando por isso, redução significativa das quantidades importadas. Acresce que o aumento do preço do Brent em 10 dólares por barril e o do gás em 20 euros por megawatt, levaria a que as importações líquidas de energia custassem cerca de mais 4.700 milhões de euros (cerca de 2% do PIB). Tendo em conta estes dois pressupostos, estima-se que o défice energético aumente para cerca de 12,000 milhões de euros em 2022, superando o valor de 8 mil milhões registado em 2008.

Em segundo lugar, embora as relações comerciais com a Ucrânia e a Rússia sejam relativamente reduzidas – as importações destes países representam, respetivamente, 0,4% e 1,3% do total de bens importados por Portugal – a verdade é estes países têm um peso importante em alguns fornecimentos: 13% das importações de coque e produtos petrolíferos vêm da Rússia e 35% do milho e 31% do óleo de girassol vêm da Ucrânia. A guerra também afetará os fluxos comerciais com outras economias, através da menor procura por parte de importantes parceiros comerciais.

Em terceiro lugar, temos a balança turística, cujo comportamento em 2021 foi promissor, recuperando para cerca de 6.400 milhões de euros, aproximadamente 50% do saldo excedentário registado em 2019; comportamento que se acentuou nos dois primeiros meses de 2022, com a recuperação do respetivo superavit para 1.118 milhões de euros, apenas menos 100 milhões do que no mesmo período de 2019. Adicionalmente, o turismo russo é relativamente reduzido em Portugal, representando cerca de 1% tanto em número de visitantes como nas despesas totais de visitantes não residentes (dados de 2019). Embora conscientes de que é elevada a incerteza quanto ao impacto que o conflito irá ter no turismo europeu – os países europeus são os principais emissores de turistas para Portugal – os indicadores relativos a março e abril fazem-nos crer que Portugal beneficia da percepção de que é um destino seguro, pelo que

Portugal: saldo da balança corrente (Milhões de euros)



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

Portugal: evolução do turismo Mil pessoas e milhões de euros



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

antevemos, num cenário ainda assim cauteloso, que o excedente turístico de aproximará dos 80% do registado em 2019, atingindo cerca de 10.200 milhões de euros.

Em suma, esperamos que a balança turística compense parte da pioria da balança de bens provocada, sobretudo, pelo agravamento do défice energético. Contudo, esta compensação será insuficiente para evitar o agravamento do défice da balança corrente, que em 2022 poderá atingir os 2,2% do PIB, mais 1,1 pontos percentuais do que em 2021, adiando para 2023 o retorno a um comportamento mais equilibrado das contas externas portuguesas. Em 2023, se a evolução dos preços do petróleo e do gás não se afastar muito do que esperamos e se o turismo continuar a recuperar os níveis pré-covid, estimamos que o défice da balança corrente se possa reduzir para cerca de 0,5% do PIB.

OGE 2022 e medidas pós-guerra na Ucrânia

O Governo apresentou em abril a Proposta de Orçamento de Estado para 2022, depois da tomada de posse do novo governo e na sequência das eleições legislativas antecipadas de janeiro, em que o Partido Socialista obteve maioria absoluta no Parlamento.

Nos pressupostos macroeconómicos subjacentes ao OGE foi incluída a avaliação do impacto que o conflito Rússia-Ucrânia terá, ainda que sobretudo por via indireta, na atividade económica em Portugal. Assim, o Governo estima que o PIB cresça 4,9% em 2022 (inferior à previsão de outubro 2021), antecipando que os preços do consumidor acelerem 3,7% e que o mercado de trabalho continue a trajetória de recuperação pós-pandemia. Ainda que mais otimista do que o cenário antecipado pelo BPI Research, o cenário macroeconómico é globalmente equilibrado.

Por sua vez, o Governo mantém o compromisso de consolidação orçamental; depois do défice ter ficado em 2,8% do PIB em 2021, substancialmente abaixo da previsão oficial (-4,3%), o Executivo prevê um défice de 1,9% em 2022. Por um lado, a receita aumenta 6,0% face a 2021, colocando o rácio da receita total em percentagem do PIB em 44,7%, 2,1 p.p. acima do registado em 2019 (43,4%, excluindo receita do PRR). A receita fiscal e contributiva aumenta cerca de 6,0%, destacando-se ainda a receita esperada com o recebimento de fundos no âmbito do PRR (cerca de 3.000 milhões de euros).

Por sua vez, a despesa cresce 4,1%, o que representa um aumento de 4.150 milhões de euros face a 2021, dos quais cerca de metade resultam de medidas tomadas em anos anteriores. A despesa corrente deverá atingir 41,7% do PIB, mais 2,1 p.p. face ao nível pré-pandemia, explicado, em larga medida, por duas rubricas: despesas com pes-

soal e prestações sociais, duas rubricas de despesa mais rígida (ou seja, despesa permanente e mais difícil de reduzir no futuro). Face a 2021, são também duas das rubricas com maior aumento: 3,6% e 3,8%, respetivamente, refletindo medidas como a atualização das remunerações dos funcionários públicos em 0,9% e a atualização extraordinária das pensões. Por sua vez, os encargos com juros deverão continuar a diminuir em 2022 (2,2% do PIB), ainda que de forma menos expressiva face aos anos anteriores, também em linha com o processo de gradual normalização da política monetária do BCE e contexto financeiro. Por outro lado, e em linha com os investimentos no âmbito do PRR, o investimento público poderá aumentar 37,6%, atingindo os 3,2% do PIB, que seria o nível mais alto desde 2011. No entanto, importa ter presente que, nos últimos anos, a execução do investimento público tem ficado abaixo do orçamentado.

A pandemia ainda irá afetar as contas públicas, especialmente do lado da despesa, antecipando-se que os gastos com vacinas, testes, isolamento profilático e outros tenham um impacto orçamental de cerca de 0,4% do PIB em 2022 (cerca de 1.000 milhões de euros), o que, ainda assim, fica substancialmente abaixo dos gastos em 2021 (1,9% do PIB).¹ De igual modo, o Governo também já avançou com a implementação de medidas para mitigar os efeitos adversos do conflito Rússia-Ucrânia, nomeadamente no agravamento dos custos energéticos e bens alimentares. O Governo aponta que estas medidas tenham um impacto de 0,5% do PIB (cerca de 1.100 milhões de euros), às quais se junta um apoio adicional em linhas de crédito às empresas (ver seção seguinte).

Neste contexto de melhoria do saldo orçamental, o Governo avança com uma esperada redução do rácio de dívida

Cenário Macroeconómico: comparação entre OGE, BPI e Banco de Portugal

	2021	2022			
		OGE 2022 (rejeitado)	OGE 2022 (abril 2022)	BPI	BdP
PIB	4,9	5,5	4,9	4,2	4,9
Consumo privado	4,5	4,7	3,8	4,1	3,6
Consumo público	4,1	1,8	1,3	1,8	1,5
Investimento	6,4	8,1	7,9	4,7	9,2
Exportações	13,1	10,3	13,1	11,4	14,2
Importações	12,9	8,2	11,1	9,7	12,3
IPC*	1,3	0,9	3,7	5,4	4,0
Emprego	2,1	0,8	1,3	1,0	1,4
Taxa de desemprego (%)	6,6	6,5	6,0	6,7	5,9
Balança corrente	-1,1	-0,7	-1,7	-2,2	-

Nota: * I-IPC no caso do BdP.

Fonte: BPI Research, com base na Proposta de OGE 2022 de abril 2022 e a rejeitada em outubro 2021 e Boletim Económico Março 2022.

1. Na avaliação das medidas COVID retirámos os gastos relacionados com os apoios ao sector dos transportes, no montante de 900 e 600 milhões de euros em 2021 e 2022, respetivamente, onde se inclui, por exemplo, o apoio à TAP e à SATA.

Principais rubricas das contas públicas

	% PIB			Variação 2022 vs. 2019 (milhões euros)	Variação 2022 vs. 2021 (milhões euros)	2019-2022 Taxa crescimento (%)
	2019	2021	2022			
Receita corrente	42,2	44,2	43,6	8.562	5.669	9,5
Receita fiscal	24,7	25,0	24,8	3.310	3.476	6,2
Impostos s/ produção e importação	15,0	15,3	15,2	2.369	2.202	7,4
Impostos correntes s/ rendimento, património	9,7	9,7	9,6	941	1.274	4,5
Contribuições sociais	11,8	12,8	12,5	3.040	1.251	12,0
Receita de capital	0,4	1,1	1,1	1.662	56	204,1
Receita total	42,6	45,3	44,7	10.224	5.725	11,2
Despesa corrente	39,6	44,4	41,7	9.851	1.046	11,6
Consumo intermédio	5,1	5,8	5,6	1.662	458	15,1
Despesas com pessoal	10,8	11,8	11,4	2.635	900	11,4
Prestações sociais	18,1	19,6	18,9	4.178	1.569	10,8
Subsídios	0,4	2,0	0,9	1.068	-2.233	116,2
Juros	3,0	2,4	2,2	-1.324	-169	-20,9
Despesa de capital	2,8	3,8	4,9	5.023	3.104	82,4
Formação bruta de capital	1,8	2,5	3,2	3.393	2.001	86,5
Despesa total	42,5	48,1	46,6	14.874	4.151	16,3
Saldo global	0,1	-2,8	-1,9	-4.650	1.574	n. a.
Saldo primário	3,1	-0,4	0,3	-5.974	1.405	n. a.
Saldo estrutural primário	1,6	1,0	1,0	n. a.	n. a.	n. a.

Fonte: BPI Research, com base na Proposta de Orçamento de Estado 2022.

pública para 120,7% do PIB (127,4% em 2021), ainda 4,1 p. p. acima do nível de 2019.

Que plano de ação tem o Governo para aliviar o impacto da guerra na Ucrânia?

O Executivo avançou com um conjunto de medidas para mitigar o agravamento dos custos energéticos e bens alimentares para famílias e empresas, às quais junta ainda um pacote de apoio à agricultura para atenuar os efeitos adversos da seca nos preços dos alimentos, e que agrava ainda mais as consequências da guerra nos preços ao consumidor.

Para as famílias mais vulneráveis, o Governo avança com uma medida para atenuar o aumento dos preços dos alimentos, o que implica a concessão de um apoio de 60 euros aos agregados familiares que recebam prestações sociais mínimas. A este apoio, junta-se um outro para a aquisição de gás de botija (10 euros).

Ao mesmo tempo, o Governo reforçou o apoio mensal no âmbito do Autovoucher, em que os indivíduos que tenham aderido ao programa recebem um reembolso mensal após o abastecimento de combustível, dos anteriores 5 euros por mês para 20 euros. Este apoio é o equivalente a um reembolso de 40 centimos por litro de combustível, num máximo de 50 litros por mês. No entanto, este programa terminou em abril e foi substituído por outra medida: redução do Imposto sobre os produtos petrolíferos (ISP) equivalente à redução do IVA de 23% para 13%, uma medida temporária enquanto a Comissão Europeia não

autorizar a efetiva descida do IVA dos combustíveis. Esta medida entrou em vigor em maio.

A estes apoios acresce ainda a suspensão do aumento da taxa de carbono até ao final do ano, e os apoios no abastecimento no caso das empresas, nomeadamente no sector dos transportes, onde se inclui subsídio de 30 centimos/litro de combustível para veículos de passageiros e para transporte de mercadorias, a par de um apoio de até 30 centimos por litro no caso dos veículos de transporte de passageiros associados às plataformas eletrónicas (TVDE).

A estas medidas junta-se o programa de apoio às empresas intensivas no uso de gás, em que o Estado subsidia 30% do agravamento dos custos com energia.

Para a agricultura, e de forma a mitigar também os efeitos adversos da seca, o Governo avançou com a isenção temporária do IVA nos fertilizantes e rações, concede apoios para mitigar os custos adicionais com a alimentação animal e fertilizantes e apoios à instalação de painéis fotovoltaicos.

Adicionalmente, o Governo lançou linhas de crédito (de 459 milhões de euros), onde se inclui uma linha para os sectores da suinicultura e leite, linha de crédito para fazer face aos efeitos adversos da seca e a linha de crédito «Apoio à Produção». Esta linha é disponibilizada pelo Banco de Fomento, e destina-se a empresas da indústria transformadora, transportes e armazenagem, para as quais os custos energéticos tenham um peso igual ou

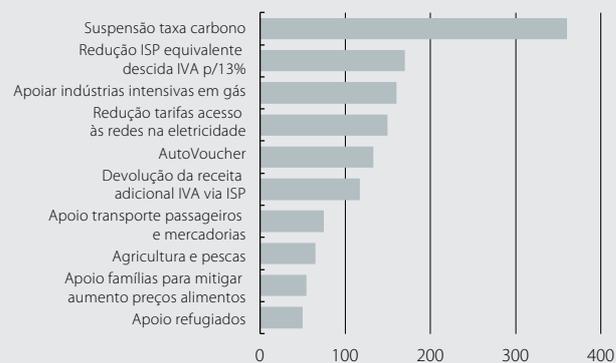
superior a 20% nos custos de produção, ou que enfrentem um aumento igual ou superior a 20% do custo de mercadorias vendidas e consumidas, ou que apresentem uma quebra da faturação operacional igual ou superior a 15% resultante da redução das encomendas face aos problemas de obtenção de matérias-primas, componentes ou bens intermédios.²

A estas medidas junta-se ainda o diferimento de obrigações fiscais e contribuições sociais para os sectores mais vulneráveis, como o dos transportes, permitindo o pagamento dos impostos em várias prestações.

Refletindo menor desequilíbrio que o esperado em 2021, revimos em baixa a nossa previsão para o défice orçamental em 2022, de 2,9% para 2,1%. Esta previsão incorpora ainda o cenário macroeconómico do BPI Research, ligeiramente mais cauteloso, implicando menor arrecadação fiscal e contributiva e também custos relativamente mais elevados. No entanto, os riscos são no sentido de possível agravamento do défice, dada a acentuada incerteza quanto à dimensão, duração e extensão do conflito na Ucrânia, influenciando a performance das contas públicas em 2022.

Medidas de apoio para mitigar os efeitos do conflito Rússia-Ucrânia

Milhões de euros



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Proposta de OGE 2022..

2. Para mais informações, ver <https://www.bpfomento.pt/pt/catalogo/linha-de-apoio-a-producao/>

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem 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	02/22	03/22	04/22
Índice coincidente para a atividade	-5,4	2,6	2,3	4,8	5,3	5,6	5,6	5,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	25,0	-4,7	-1,5	-2,3	-4,1	0,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,8	-5,7	-5,0	-1,5	-2,7	-1,2	-0,5	-1,6	-1,6
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	12,6	-28,7	-0,9	-7,2	...	27,5	...	...
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	11,5	11,9	12,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-74,2	-38,7	52,0	259,0	175,9	259,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-21,6	-2,9	-9,9	5,5	11,9	9,5	9,1	8,8	14,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	16,5	3,1	7,3	12,7	17,2	10,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,3	4,4	7,0	6,6	5,1	5,2	4,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-17,3	-13,6	-13,5	-19,3	-17,1	-22,1	-27,2
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	...	4,6	3,7	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	...	5,6	5,7	...
PIB	-8,4	4,9	16,5	4,4	5,9	11,9	-	-	-

Preços

Percentagem 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	02/22	03/22	04/22
Inflação global	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	4,3	4,2	5,3	7,2
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	3,1	3,2	3,8	5,0

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	02/22	03/22	04/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	...	23,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	21,4	1,8	10,3	21,4	...	31,7	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,4	-1,6	-1,9	-2,4	...	-3,2	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,6	-4,1	-4,4	-5,6	...	-6,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	...	3,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	0,0	1,4	0,6	1,5	1,4	...	0,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	8,9	8,3	8,9	...
À vista e poupança	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	15,3	14,2	15,3	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,4	1,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-15,0	-5,2	-4,1	9,8	-2,1	9,8	...
TOTAL	8,9	9,0	7,7	8,2	9,0	8,9	8,0	8,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	2,8	2,7	2,8	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	1,2	1,6	1,2	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	3,0	2,9	3,0	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	6,4	4,7	6,4	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	5,4	6,0	5,4	...
TOTAL	4,2	2,9	4,4	4,2	2,9	2,9	2,8	2,9	...
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.

Resiliência da economia espanhola num contexto adverso

O crescimento do PIB abrandou para 0,3% em cadeia no 1T 2022. No 1T 2022, condicionado primeiro pela sexta vaga da COVID-19 e, posteriormente, pela eclosão da guerra na Ucrânia e pelo aumento das ruturas na indústria após a greve dos transportadores, o crescimento do PIB enfraqueceu em relação ao trimestre anterior, com um aumento trimestral de 0,3% em comparação com os 2,2% anteriores, o crescimento mais moderado no último ano. Em termos homólogos, o PIB situou-se 6,4% acima do nível do 1T 2021 e 3,4% abaixo do nível pré-pandémico (4T 2019). Este abrandamento deveu-se ao enfraquecimento do consumo privado, que diminuiu 3,7% em cadeia, fixando-se 9,8% abaixo do nível antes da pandemia. O aumento da incerteza e da inflação, com um aumento acentuado do preço dos bens de primeira necessidade, levou a uma forte contração das despesas em bens de consumo duradouro (-11,3% em cadeia). Inversamente, o investimento em equipamento e as exportações aumentaram a sua contribuição para o crescimento. Assim, o investimento em equipamento cresceu 7,6% em cadeia e as exportações 3,4%, impulsionadas pelo turismo (+21,9% em cadeia), que já se encontra a 95,3% do nível do 1T 2019.

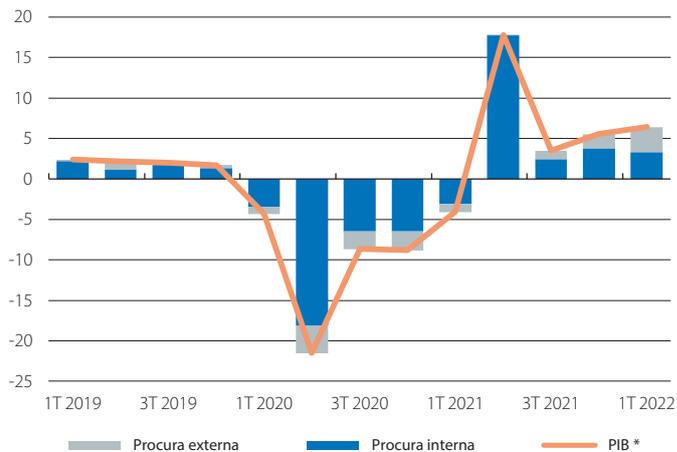
Luzes e sombras nos indicadores mais recentes. Do lado negativo, confirma-se o forte impacto da crise na inflação e no saldo energético da balança comercial, com o défice anual a atingir o seu nível mais elevado desde 2015. Por sua vez, os indicadores de sentimento económico apresentam sinais mistos, com uma ligeira recuperação em abril no caso dos consumidores e do setor dos serviços, ao passo que continuam a diminuir na indústria. Por outro lado, a notável recuperação do turismo e a resiliência do mercado de trabalho, que, embora a um ritmo mais moderado, continua a criar postos de trabalho, são sinais surpreendentemente positivos.

A inflação geral pode ter deixado para trás o seu pico em março, mas a inflação subjacente ainda continua a aumentar. Segundo os dados divulgados pelo INE, a inflação abrandou acentuadamente em abril e situou-se em 8,4% em termos homólogos (9,8% em março, a taxa mais elevada desde 1985), uma contenção que, na ausência da desagregação por componentes, poderia ser explicada pelas quedas nos preços da eletricidade e dos combustíveis. Os preços elevados da energia continuam a repercutir-se noutras componentes do cabaz de consumo; em particular, em abril os preços dos alimentos processados aumentaram a inflação subjacente (que exclui os componentes mais voláteis), que aumentou 1 ponto para 4,4%, a taxa mais alta desde dezembro de 1995. O acordo de Espanha e Portugal com a Comissão Europeia para limitar o preço do gás utilizado na produção de eletricidade a 50 €/MWh em média durante os próximos 12 meses (uma medida que ainda não entrou em vigor) ajudará a conter as pressões inflacionistas.

Os indicadores de sentimento económico, após uma deterioração acentuada em março, mostram uma ligeira melhoria. O indicador de confiança do consumidor elaborado pela Comissão

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)



Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: IPC

Variação homóloga (%)



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

Espanha: PMI

Nível



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

Europeia melhorou ligeiramente em abril, +1,2 pontos para -27,1 pontos, e o PMI do setor de serviços subiu 3,7 pontos para 57,1 pontos, o mais alto desde novembro de 2021, graças ao aumento da atividade na sequência do levantamento das restrições da COVID. No entanto, o setor industrial está a ser o mais afetado pelo aumento dos custos e das restrições de oferta, com o PMI do setor industrial a cair 0,9 pontos em abril para 53,3, um mínimo em 14 meses, embora ainda em níveis expansionistas (acima dos 50).

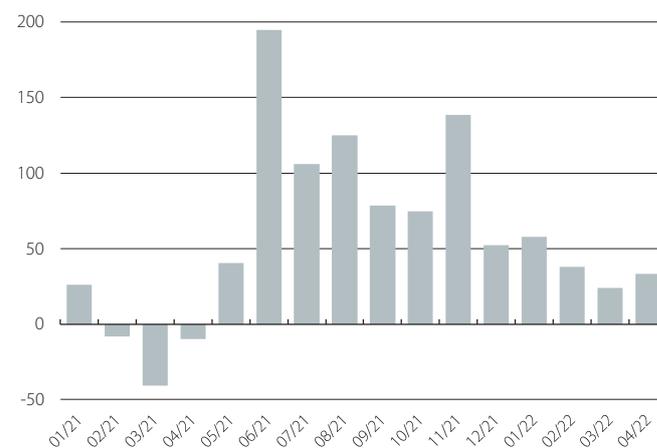
O mercado de trabalho apresenta um tom positivo e os contratos a termo incerto continuam a aumentar. Tanto os resultados do IFT do 1T 2022 como a tendência da inscrição na Segurança Social confirmam a resiliência do mercado de trabalho. De acordo com o IFT, o número de pessoas empregadas cresceu a um ritmo trimestral ajustado de sazonalidade de 1,08% e a taxa de desemprego foi de 13,65%, menos 2,3 p.p. do que no ano anterior. Por sua vez, as inscrições ganharam força em abril, impulsionadas pelo ímpeto do setor turístico na Semana Santa, e cresceram em 184.577 pessoas, em comparação com 134.396 em abril de 2021. Ajustado de sazonalidade, a criação de emprego intensificou-se novamente após a moderação dos dois meses anteriores. O número total de inscritos ultrapassa os 20 milhões pela primeira vez, situando-se em 20.019.080, ou seja, mais 963.782 do que no ano anterior. Um aspeto muito positivo é o forte aumento dos contratos a termo incerto, 48,5% dos contratos registados no mês, em comparação com as percentagens de cerca de 10% habituais nos meses de abril, impulsionados pela transferência de empregos temporários após os três meses de adaptação para a entrada em vigor da reforma laboral.

A forte deterioração da balança energética neutraliza a melhoria das receitas do turismo. Nos dois primeiros meses do ano, o saldo da balança corrente registou um défice de 2.354 milhões de euros, 35,9% superior ao registado no mesmo período de 2021. Esta deterioração explica-se principalmente pelo aumento do défice energético (-6.985 milhões em comparação com -3.110 milhões em 2021), num contexto de recuperação das importações em volume e de uma subida acentuada dos preços da energia, 48,8% mais elevada do que nos dois primeiros meses do ano passado.

Em contraste, o setor turístico apresenta uma notável tendência de recuperação, reduzindo a diferença para os números de 2019. Assim, o excedente acumulado nos dois primeiros meses do ano ascendeu a 4.639 milhões de euros, em comparação com 281 milhões de euros em 2021. Os principais indicadores apontam para perspectivas muito positivas para a época de verão. Por enquanto, as dormidas de estrangeiros em alojamentos hoteleiros atingiram 81% do nível pré-pandémico em março (74,5% em fevereiro) e as despesas com cartões por estrangeiros na última Semana Santa foram 4% mais elevadas do que no mesmo período de 2019. Além disso, a mobilidade de turistas está a recuperar e o interesse em viajar para Espanha aumenta consideravelmente, como refletem os voos efetuados nos aeroportos espanhóis e nas pesquisas do Google sobre viagens para Espanha, que já se encontram a níveis semelhantes aos de 2019.

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Varição mensal (milhares)

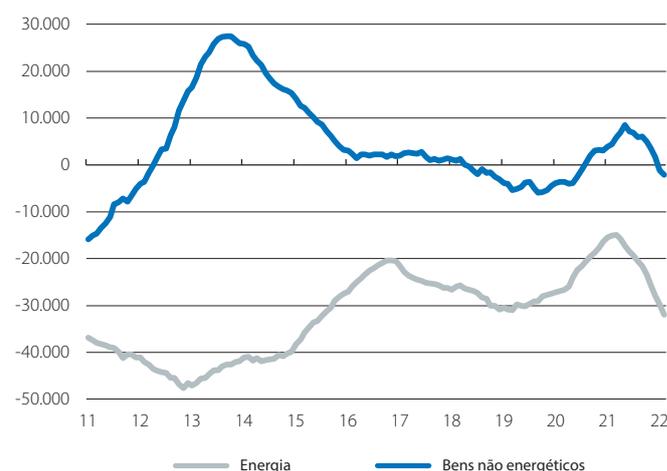


Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

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

Espanha: saldo da balança comercial

Dados acumulados de 12 meses (milhões de euros)

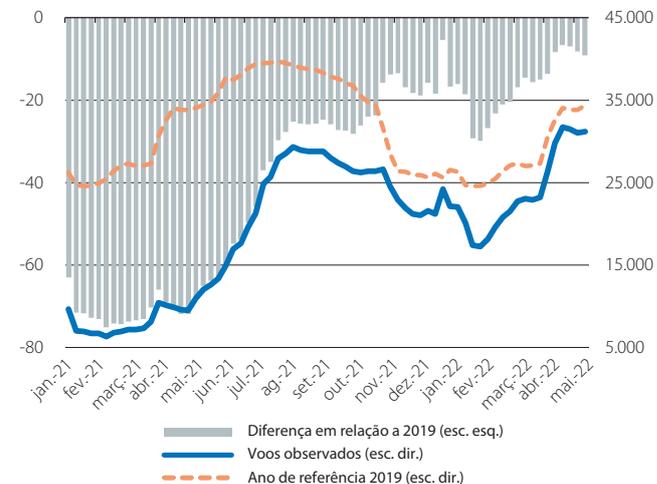


Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos serviços aduaneiros espanhóis.

Espanha: voos efetuados em aeroportos espanhóis

Varição relativamente a 2019 (%)

Número de voos semanais



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

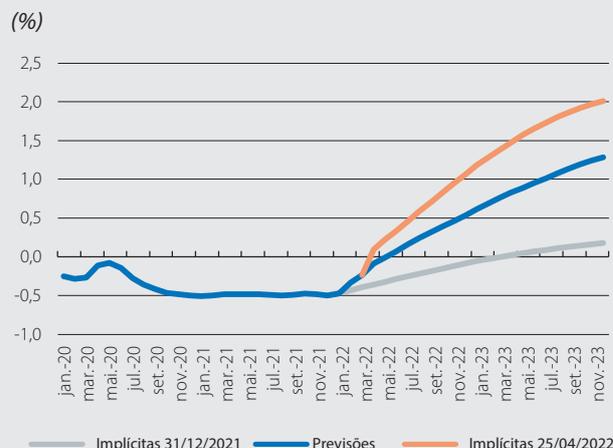
De que forma é que a subida das taxas de juro pode ter impacto no esforço hipotecário?

As crescentes pressões inflacionistas na Zona Euro levaram a uma grande mudança na política monetária do BCE. As expectativas de subida das taxas de juro oficiais já se fazem sentir nas taxas do mercado interbancário. Assim, em meados de abril, a Euribor a 12 meses entrou em território positivo após seis anos em território negativo, o que constitui um aumento considerável em relação aos registos mínimos do ano passado (cerca de -0,50% em média em 2021). Os mercados financeiros preveem que esta tendência ascendente se mantenha nos próximos meses, embora os aumentos sejam graduais e seja importante ter em conta que estamos a partir de níveis muito baixos de taxas de juro (ver o primeiro gráfico).

Um aumento das taxas de juro poderá retirar algum dinamismo à procura residencial ao aumentar o esforço hipotecário para comprar casa. Para avaliar até que ponto a procura de habitação pode ser afetada, calculámos a evolução esperada do rácio de esforço hipotecário teórico¹ de acordo com o cenário de previsão utilizado atualmente pelo BPI Research, recentemente revisto após a invasão da Ucrânia.² As principais componentes deste rácio são as previsões do preço da habitação, o rendimento bruto disponível do agregado familiar médio e as taxas de juro de crédito à habitação.

De acordo com as nossas previsões, o aumento dos preços das casas (que prevemos que venha a atingir 3,5% em 2022, em parte devido ao aumento dos custos de construção, e que a partir de 2023 retome um ritmo de crescimento mais moderado) será quase compensado pelo aumento do rendimento bruto disponível do conjunto dos agregados familiares, uma vez que a criação de emprego continuará a ser relevante apesar da recente revisão em baixa devido ao impacto da guerra na Ucrânia (cerca de 300 000 postos de trabalho por ano, em média, em 2022-2023). Por outro lado, o aumento das taxas de juro de crédito à habitação vai aumentar a taxa de esforço em cerca de 3,2 p.p. em 2 anos (de 33,4% do rendimento do agregado familiar no 4T 2021 [últimos dados disponíveis] para 36,6% no 4T 2023). Este é um aumento considerável, embora o rácio ainda esteja longe dos níveis alcançados durante a crise imobiliária. No entanto, os mercados financeiros estão atualmente a descontar uma ação um pouco mais agressiva por parte do BCE. Em concreto, as taxas de juro implícitas do mercado no dia 25 de abril de 2022 preveem que a taxa de juro Euribor a 12 meses corresponda a 1,06% no

Euribor 12 meses



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

Espanha: esforço hipotecário teórico (% do rendimento bruto disponível do agregado familiar médio)



Nota: Montante das prestações a pagar pelo agregado familiar médio, no primeiro ano após a aquisição de uma habitação típica financiada com um empréstimo padrão correspondente a 80% do valor do imóvel, considerando a percentagem do rendimento disponível anual do agregado familiar. Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

final deste ano e a 2,0% no final de 2023. Assim, se considerarmos as taxas de juro implícitas do mercado em meados de abril, obtemos um rácio de esforço que aumenta de forma mais acentuada para 39,2% no final de 2023 (ver segundo gráfico).

Em suma, a expectativa de subida das taxas de juro na sequência da mudança do BCE para uma normalização da política monetária pode, de certa forma, atenuar a procura imobiliária, ao aumentar o esforço hipotecário que o agregado familiar médio tem de assumir no primeiro ano após a aquisição de uma habitação. Além disso, o aumento das taxas de juro tenderá também a aumentar o esforço hipotecário das famílias que tenham já adquirido a sua habitação com crédito à habitação. Tendo em conta a maior contratação de hipotecas a taxa fixa (mais de 60% em 2021 em comparação com menos de 3% entre 2003 e 2007), o impacto dos aumentos das taxas nos agregados familiares que tenham constituído uma hipoteca recentemente será limitado.³

1. O esforço hipotecário teórico é um valor estatístico publicado trimestralmente pelo Banco de Espanha e mede a percentagem do rendimento que o agregado familiar médio deve destinar ao pagamento do montante das prestações de crédito à habitação no primeiro ano após a compra de uma habitação típica financiada com um empréstimo padrão correspondente a 80% do valor da habitação.

2. Ver Focus "A guerra entre a Rússia e a Ucrânia irá abrandar a recuperação da economia espanhola" publicado no IM04/2022.

3. Para uma análise do rácio de esforço hipotecário de acordo com as características do agregado familiar (quintil de rendimento, grupo etário e ano de contratação da hipoteca), ver o artigo "Asituação financeira das famílias durante a crise da COVID-19: desta vez é diferente", publicado no Relatório Setorial Imobiliário do primeiro semestre de 2022.

A elevada poupança das famílias espanholas ajudará a mitigar o impacto da subida da inflação

A capacidade de poupança das famílias é cada vez menor devido ao aumento da inflação. Contudo, o nível de poupança em 2021 ainda era elevado. Concretamente, a taxa de poupança em 2021 foi de 11,4% do rendimento bruto disponível (RBD), um nível inferior ao ano da pandemia (14,9%), mas ainda muito acima de 2019 (8,3%). Estamos a falar de 86.500 milhões de euros de poupança bruta: menos 24.000 milhões de euros de poupança do que em 2020, mas mais 22.000 milhões do que em 2019.

A queda da taxa de poupança no ano passado é explicada por um aumento do consumo nominal (6,7%) muito superior ao aumento do RBD (2,2%). Para este ano, esperamos que o consumo das famílias continue a crescer acentuadamente em termos nominais, impulsionado pela inflação, enquanto o RBD, embora também se espere que cresça a bom ritmo, deverá aumentar a um ritmo inferior, o que poderá levar a taxa de poupança a cerca de 7,0%, um nível semelhante ao dos anos anteriores à pandemia.

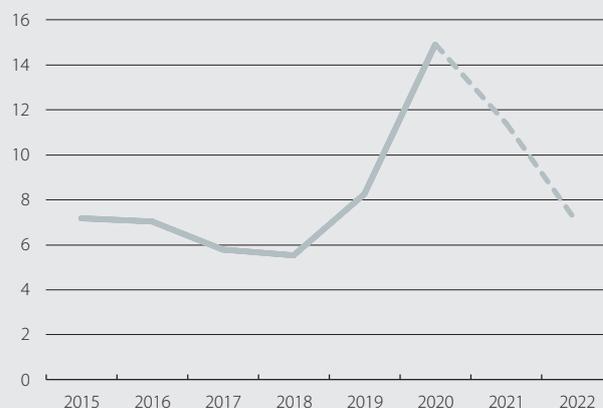
Vale a pena notar que a capacidade de financiamento das famílias diminuiu significativamente em 2021, de 68.700 milhões de euros em 2020 para apenas 19.220 milhões de euros em 2021. O motivo para esta redução, para além de uma menor poupança, foi o grande aumento do investimento das famílias em 2021, principalmente em habitação: estamos a falar de um investimento total de 70.000 milhões de euros, quase 30.000 milhões a mais do que em 2020 e do que a média de 2018-2019. Em 2021, as famílias utilizaram sem dúvida parte das poupanças para investir em habitação, num contexto caracterizado por baixos rendimentos dos depósitos e condições financeiras favoráveis. Não é por acaso que em 2021 foram registadas 565.000 compras e vendas de habitações, o maior registo dos últimos 14 anos.

Solidez da posição financeira das famílias

Um elemento positivo a salientar é que a riqueza financeira das famílias continuou a aumentar em 2021: os seus ativos financeiros ascendiam a 2,695 biliões de euros no final de 2021 em comparação com 2,519 biliões de euros no final de 2020. Este aumento de 176.000 milhões está repartido numa aquisição líquida de ativos financeiros no valor de 80.000 milhões de euros e num efeito de revalorização de 93.288 (este último em contraste com a queda de 20.000 milhões no valor dos ativos em 2020).

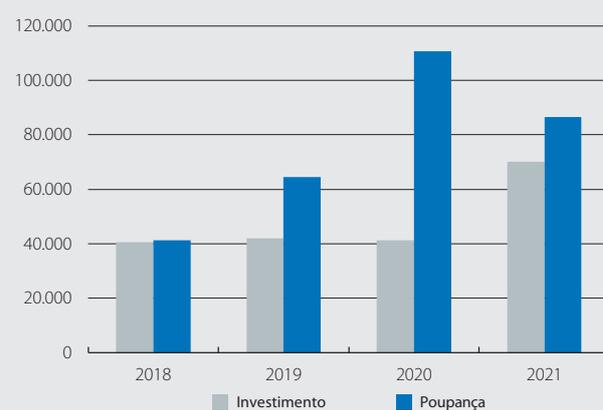
Que ativos financeiros é que as famílias adquiriram em 2021? Considerando os diferentes ativos financeiros, o volume atribuído aos depósitos continuou a ser significativo, embora inferior ao de 2020, sendo digno de nota um aumento de 25.000 milhões de euros em fundos de investimento (ver terceiro gráfico).

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



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e de previsões próprias.

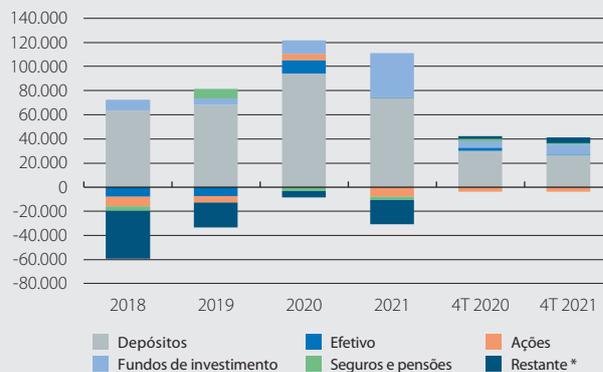
Espanha: poupança e investimento das famílias (Milhões de euros)



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

Espanha: distribuição da aquisição líquida de ativos financeiros das famílias

Milhões de euros (fluxos)



Nota: * Inclui depósitos não transferíveis, outras participações e créditos comerciais.

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

Por sua vez, a dívida das famílias apenas cresceu 3.700 milhões de euros, atingindo 704.100 milhões (58,4% do PIB, 1,7 p. p. abaixo da zona euro). Este aumento foi conseguido através de um aumento da contratação de empréstimos de 6.690 milhões de euros, parcialmente compensado por amortizações num total de 3.100 milhões de euros.

Assim, a riqueza financeira líquida acumulada das famílias (a diferença entre os seus ativos e passivos) aumentou em 2021 para 1,92 biliões de euros, mais 9,4% do que no ano anterior, e 159,7% do PIB, mais 2,9 pontos do que em 2020. Esta situação financeira saudável das famílias é um elemento positivo para resistir ao impacto das pressões inflacionistas.

Espanha: balanço financeiro das famílias (Porcentagem do PIB)



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

Atestar o depósito, sim ou não? O que nos indicam os gastos dos agregados familiares espanhóis em bombas de gasolina

O leitor deste relatório terá já verificado que nas últimas semanas atestar o depósito passou a ser algo mais difícil. O conflito bélico na Ucrânia, que afetou o mercado mundial de petróleo do qual a Rússia é um dos maiores produtores,¹ provocou um rápido aumento dos preços dos combustíveis. Isto segue-se a um período em que a procura de petróleo desceu acentuadamente durante a pandemia, e com ela os preços. Mas será que todos os consumidores estão a reagir de forma igual?

Para fazer esta análise, desenvolvemos um indicador da despesa mensal nas bombas de gasolina que se baseia no consumo dos clientes do CaixaBank nestes estabelecimentos.² Os resultados revelam-nos que nem todos ajustaram o seu consumo da mesma forma nos últimos meses (ver o primeiro gráfico).

Durante a pandemia, todas as faturas de combustível, tanto a mais baixa (percentil 20) como a mais alta (percentil 50 ou superior), reduziram. Como seria de esperar, a evolução da fatura estava altamente associada às restrições de mobilidade durante os meses de pandemia (ver segundo gráfico). No entanto, nem todos reagiram de igual modo: no mês com mais restrições de mobilidade (abril de 2020), a fatura diminuiu 13% no percentil 20, cerca de 23% no percentil 50 e 32% no percentil 80.

Em 2022, na sequência do aumento dos preços dos combustíveis, nem todos os consumidores reagiram da mesma forma. Para a metade de consumidores com mais gastos, a fatura em bombas de gasolina era 15% mais elevada em março de 2022 do que no mesmo mês em 2019 (o consumo no percentil 50 e 80 aumentou quase na mesma proporção). No entanto, para os clientes com menores gastos em bombas de gasolina, o montante da fatura foi muito semelhante ao valor em março de 2022 e março de 2019. No percentil 20, por exemplo, a fatura era apenas 2,3% mais elevada, muito abaixo do aumento para os restantes clientes e face ao aumento do preço da gasolina.³

Estes resultados são indicativos de como alguns consumidores fazem um maior ajustamento no consumo de combustível do que outros na sequência de um aumento dos preços dos combustíveis, seja porque têm menor poder

1. Para obter informações mais detalhadas, ver Focus «A Rússia coloca em xeque o cenário do petróleo mundial» no IM04/2022.

2. Para calcular o montante mensal gasto nas bombas de gasolina, agregamos todas as despesas que cada cliente realiza com um cartão nestes estabelecimentos durante o mês, independentemente do número de vezes que tenha reabastecido.

3. No entanto, a componente de combustíveis líquidos do IPC, em março de 2022, era 63% mais elevada do que em março de 2019.

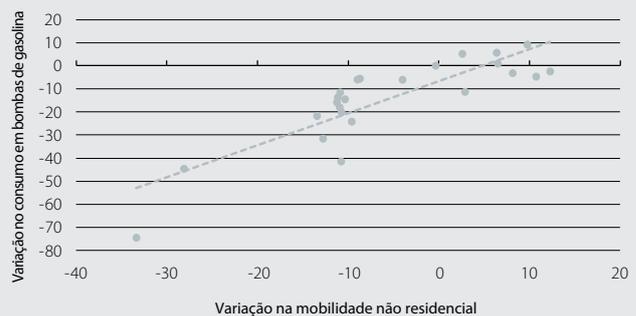
Espanha: consumo mensal em bombas de gasolina Variação mensal relativamente ao mesmo mês de 2019 (%)



Notas: Montantes agregados de gastos em bombas de gasolina por clientes particulares todos os meses. Média móvel a 2 meses.

Fonte: BPI, a partir de dados do CaixaBank.

Espanha: correlação entre mobilidade e consumo nas bombas de gasolinas (%)



Notas: Dados mensais entre março de 2020 e fevereiro de 2022. Em ambos os casos trata-se da variação relativamente a um nível base. No caso da mobilidade, o nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro de 2020. No caso do consumo em bombas de gasolina, o nível base corresponde a janeiro de 2020.

Fonte: BPI, a partir de dados internos do CaixaBank (consumo em bombas de gasolina) e do Google Mobility Report (mobilidade não residencial).

de compra ou porque podem substituir o seu consumo. Nos próximos meses analisaremos como os 20 cêntimos de desconto temporário por litro de combustível⁴ aprovados pelo governo espanhol no final de março alteraram os gastos dos consumidores individuais.

4. Para obter mais informações sobre esta medida, ver Focus «Chaves do plano de choque: que medidas serão tomadas em Espanha para mitigar o impacto da guerra na Ucrânia?» no IM04/2022.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem 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	02/22	03/22	04/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,4	8,7	28,5	2,0	1,6	-	3,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	-0,2	2,3	4,9	6,9	9,6	4,5	-1,1
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	56,9	54,2	53,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	-	32,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	0,7	22,3	32,4	-	43,1	...	...
Preço da habitação	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	...	225,4	...	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	56,6	53,4	...
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	20,4	-0,4	0,6	0,3	0,9	-4,2	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	661,0	-24,5	-17,1	-7,5	6,6	-30,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,8	-13,3	-11,1	-9,1	-10,8	-16,2	-9,4	-27,3	...
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	-2,9	3,0	5,7	4,5	4,3	4,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	15,3	14,6	13,3	13,6	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	-2,0	2,5	3,9	3,8	3,9	4,5	4,5	4,8	...
PIB	-10,8	5,1	17,8	3,5	5,5	6,4	-	-	-

Preços

Percentagem 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	02/22	03/22	04/22
Inflação global	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	7,6	9,8	8,4
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	3,0	3,4	4,4

Setor externo

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	-	27,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	-	35,2	...	...
Saldo corrente	9,3	11,3	9,2	11,6	11,3	-	10,7	...	...
Bens e serviços	16,5	18,2	17,1	19,2	18,2	-	16,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,9	-7,9	-7,7	-6,9	-	-6,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	22,3	15,2	19,7	22,3	-	22,4	...	...

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	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	-	5,0	5,5	...
À vista e poupança	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	-	9,2	9,6	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-	-26,7	-26,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	-	19,1	18,5	...
TOTAL	7,1	6,7	5,5	5,5	6,6	-	5,8	6,2	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	-	0,3	-0,1	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-0,9	-	-0,2	-1,3	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	-	1,2	1,3	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-	-1,1	-1,2	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	-	4,5	2,4	...
TOTAL	1,3	1,1	0,6	0,7	0,6	-	0,5	0,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	4,3	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.

Inflação em alta, irão os salários acompanhar?

Nos últimos meses presenciámos um aumento da inflação até níveis históricos em ambos lados do Atlântico. Além disso, nos EUA o aumento dos preços veio acompanhado de um aumento salarial igualmente considerável, uma dinâmica que preocupa pelo perigo de implicar um ciclo vicioso. Esta dinâmica é agravada, por um lado, pela pressão inflacionista exercida pelo conflito entre a Rússia e a Ucrânia através do aumento dos preços da energia e, por outro, pelo efeito que a incerteza pode ter no processo de recuperação económica, principalmente na Europa. Um conjunto de elementos que sem dúvida complica um processo já complexo de normalização monetária por parte da Fed e do BCE, na sequência das medidas ultra-acomodatórias por eles iniciadas em março de 2020. Entre todos estes elementos, este artigo irá analisar os perigos de uma possível espiral salários-preços no contexto atual.

A subida da inflação: pandemia e energia

As taxas de inflação nos EUA e na zona Euro foram fixados em níveis nunca vistos nas últimas décadas (8,5% e 7,5%, respetivamente, em março de 2022). Esta situação deve-se em grande parte a uma série de desequilíbrios gerados pela pandemia. Em particular, a reabertura da economia em 2021, associada a uma procura relativamente robusta graças ao apoio das políticas económicas, deparou-se com uma oferta enfraquecida pelas perturbações associadas à COVID. Embora este desequilíbrio entre a oferta e a procura deva estar a diminuir graças à melhoria do contexto sanitário, a verdade é que já se prolonga há mais tempo do que o esperado. Além disso, os novos encerramentos na China face a surtos recentes podem aumentar a tensão nas cadeias de abastecimento globais, afetando a oferta.

Para esta situação de inflação elevada têm também contribuído os aumentos acentuados dos preços da energia nos mercados globais, desde 2021, para os quais contribuíram fatores como as baixas reservas de gás na Europa, com a Rússia a reduzir o seu abastecimento no mercado *spot* de gás e com o aumento das importações de energia na China devido a problemas nas suas minas de carvão, e que foram exacerbados este ano pela guerra na Ucrânia. Os mercados de futuros antecipam que a pressão sobre os preços da energia será de longa duração.

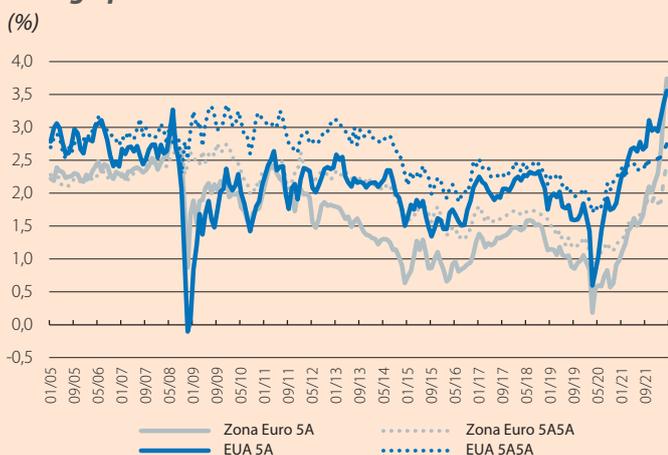
Salários e inflação: uma relação bidirecional

Com estas recentes taxas de inflação elevadas e com a perspectiva de alguma continuidade ao longo do ano 2022, uma das preocupações atuais reside nos temidos «efeitos de segunda ordem». Ou seja, os trabalhadores exigem salários mais elevados para poderem manter o seu poder de compra (face a aumentos de preços passados e/ou futuros). No atual contexto de escassez da oferta e aumento dos custos logísticos e energéticos, estes aumentos salariais reforçam a pressão sobre as margens comerciais já em retração. Desta forma, as empresas poderiam acabar por aumentar os preços, o que, por sua vez, levaria a novas exigências salariais, desencadeando uma «espiral salários-preços», como a que ocorreu nos anos 70 nos EUA.

Nesta relação bidirecional entre salários e preços, um dos elementos-chave é a expectativa da inflação, uma vez que a evolução esperada dos preços no futuro alimenta as exigências salariais. É por isso que os bancos centrais lhes prestam muita atenção e asseguram que estão sustentados (ou estáveis) em valores próximos da meta de inflação.

O que aconteceu com as expectativas de inflação nos últimos meses? As expectativas de inflação a prazo muito longo baseado em instrumentos financeiros aumentaram, tanto na zona Euro como nos EUA, mas dentro de um intervalo ainda razoável. Nos EUA, as expectativas a um prazo mais longo (de cinco anos em cinco anos) passaram de cerca de 2% em dezembro de 2019 (pré-pandemia) para níveis em torno dos 2,7% no final de abril de 2022. Na zona euro, o aumento tem sido superior, de 1,3% para 2,4% no mesmo período. Contudo, embora tenham aumentado, têm estado relativamente estáveis (ver o painel do lado esquerdo do primeiro gráfico).

EUA e Zona Euro: expectativas de inflação a longo prazo



Nota: Expectativas baseadas em instrumentos financeiros a 5 anos (5A) e 5 anos dentro de 5 anos (5A5A).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

EUA: expectativas de inflação do consumidor (a 1 ano e a 3 anos)



Notas: Expectativas baseadas em inquéritos aos consumidores. O que esperam em 1 ano (1A) e o que esperam em 3 anos (3A).
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Fed e da Universidade de Michigan, via Refinitiv.

No entanto, as expectativas baseadas em inquéritos aos consumidores (muito relevantes na questão relacionada com espirais salários-preços) aumentaram ainda mais substancialmente a curto prazo (o que se considera 1 ano) do que a médio prazo (o que se considera em 3 anos), o que proporciona alguma tranquilidade (pelo menos por enquanto). Especificamente, no caso dos EUA, onde são realizados inquéritos aos consumidores nestes dois intervalos de tempo, verificámos como no final de 2019, para o período de 1 ano e de 3 anos ambas as respostas eram cerca de 2,5%, enquanto hoje, para o período de 1 ano, as expectativas são ligeiramente superiores a 6,5%, em comparação com pouco mais de 3,5% para 3 anos (ver painel do lado direito do primeiro gráfico). Na Zona Euro, os inquéritos aos consumidores da Comissão Europeia consideram apenas o período a 1 ano e, neste caso, o valor médio subiu de 4,5% no 4T de 2019 para valores próximos de 9% no 1T de 2022. Este aumento das expectativas a curto prazo deve-se ao facto de estarem associados mais diretamente aos atuais acontecimentos (por exemplo, estrangulamentos ou a crise da Ucrânia). Por outro lado, as expectativas a médio prazo tendem a estar mais diretamente associadas à credibilidade dos bancos centrais e à sua capacidade de cumprir os seus objetivos.

Salários e inflação: elementos a mais e a menos

Os recentes desenvolvimentos e expectativas de inflação não são os únicos elementos a considerar ao analisar os atuais riscos de efeitos de segunda ordem. Outros fatores desempenham também um papel importante. Primeiro, nas últimas décadas, a relação entre salários nominais e preços (ou expectativas de preços) enfraqueceu devido a fenómenos como a globalização, a tecnologia e uma diminuição do peso dos trabalhadores em setores com uma presença sindical mais forte, que diminuíram o poder de negociação dos trabalhadores (ver segundo gráfico). Além disso, o abrandamento da produtividade laboral nos países avançados também tem vindo a explicar o enfraquecimento da relação salários-preços há já algum tempo. Alguns destes elementos, tais como um abrandamento no processo de globalização (ou mesmo uma certa inversão) ou um aumento do peso dos sindicatos num país como os EUA podem voltar a fortalecer a relação salários-preços. Outros, como os novos desenvolvimentos tecnológicos no âmbito da Revolução Industrial 4.0, continuarão a pesar no seu enfraquecimento.

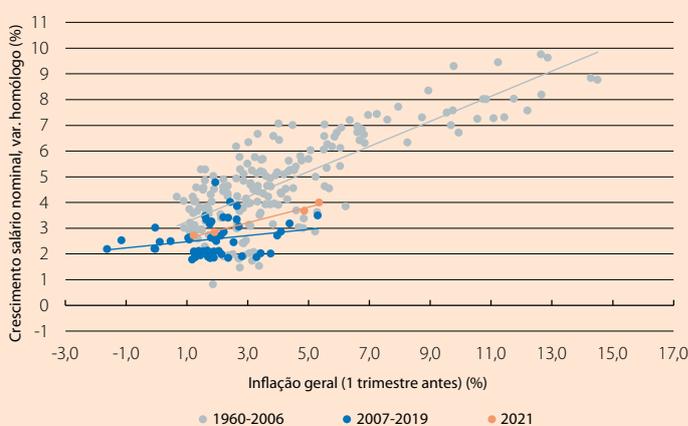
Por outro lado, é importante diferenciar entre o que está a acontecer na Europa e o que está a acontecer nos EUA. O facto é que os maiores aumentos salariais nominais até à data nos países avançados têm estado em grande parte limitados aos EUA. Na Zona Euro, os custos salariais por hora no 4T 2021 aumentaram 1,9% em termos homólogos (na UE praticamente não ultrapassaram os 2% e em Portugal aumentaram 1,9% no ano de 2021), e as mais recentes negociações coletivas de salários não revelam aumentos substanciais (por exemplo, em Portugal o aumento dos salários da Administração Pública, que funciona como referência em muitos setores, foi fixado em 0,9%). Por outro lado, nos EUA os salários aumentaram 5,6% em termos homólogos em março de 2022, de acordo com o inquérito a estabelecimentos comerciais do Gabinete de Estatística sobre o Trabalho dos EUA (BLS). Estas diferenças refletem o facto de o mercado de trabalho nos EUA se encontrar sob tensão perante a rigidez na oferta laboral verificada nos últimos meses, um fenómeno pouco frequente num mercado tão eficiente como o norte americano e algo que não ocorreu na maioria dos países europeus.¹

Contudo, mesmo no caso norte americano os números devem ser analisados com precaução. Alguns dos inquéritos salariais são fortemente afetados quando ocorrem entradas (e saídas) significativas de trabalhadores, algo comum durante a pandemia. Para evitar esta variabilidade, a própria BLS elabora há já alguns anos um índice dos custos do emprego que mantém a composição da força laboral constante, fornecendo assim uma imagem mais fiável da evolução salarial. De acordo com este índice, embora a taxa de crescimento desta medida salarial tenha aumentado, encontra-se agora mais contida do que outros indicadores salariais, situando-se em cerca de 4% no final de 2021.

Apesar dos aumentos mais recentes, em termos reais, a remuneração dos trabalhadores americanos permanece abaixo dos níveis pré-COVID e é cerca de 3% mais baixa do que teria sido se se tivesse mantido a tendência de crescimento anterior à pandemia. De igual modo, desde a década de 80, os salários reais dos trabalhadores americanos nos escalões de rendimento baixo e médio inferior, pouco aumentaram.² De facto, também nos últimos anos, as melhorias salariais em termos reais para muitos trabalhadores na Europa, como em Itália, Espanha ou Portugal, têm sido nulas.³

Em suma, num contexto em que as empresas estão a sofrer com a diminuição das margens devido ao choque energético e às perturbações nas cadeias de abastecimento globais, e em que os trabalhadores têm sido afetados pelos aumentos recentes nas taxas de inflação, bem como por fenómenos mais estruturais que moderaram as suas melhorias salariais nos últimos anos, é necessário alcançar um pacto equilibrado relativamente aos rendimentos. No entanto, não será fácil harmonizar as preferências de todas as partes interessadas, visto que ainda estamos longe de recuperar a normalidade após a acumulação de choques dos últimos dois anos.

EU: crescimento salarial nominal versus inflação



Notas: Dados trimestrais. Dados históricos de salários nominais a partir de compensação de trabalhadores e total de trabalhadores. A partir de 2007 até 2019 dados de salários da BLS. Dados em 2021 correspondem ao índice de custos de emprego, com uma composição de emprego constante. Inflação corresponde ao índice IPC. As linhas correspondem com a relação linear de ambas as variáveis nos distintos períodos temporais.
Fonte: BPI Research, a partir de dados da BLS e da BEA, via Refinitiv.

1. Ver o Focus «A grande renúncia: uma mudança de paradigma no mercado de trabalho americano?» no IM02/2022.

2. Ver Donovan, S. A. e Bradley, D. H. (2019). «Real Wage Trends, 1979–2018». Washington DC: Congressional Research Service.

3. No caso de Itália e Espanha, os salários reais diminuíram entre 2000 e 2020 (de acordo com dados da OCDE): https://stats.oecd.org/viewhtml.aspx?datasetcode=AV_AN_WAGE&lang=en.

A evolução salarial: mais uma preocupação para o BCE?

As dinâmicas salariais são uma variável muito importante para a política monetária do BCE. Não é por acaso que o mandato do BCE é assegurar a estabilidade dos preços e os salários são um fator fundamental da inflação: a médio prazo, os salários afetam a evolução dos preços, tanto do lado da oferta (dado que salários mais elevados aumentam os custos dos bens e serviços) como do lado da procura (dado que salários mais elevados aumentam a procura de bens e serviços e, conseqüentemente, o seu preço).

No atual contexto de inflação elevada devido ao aumento dos preços da energia, uma das grandes questões é se o aumento dos preços será repercutido nos salários. Os aumentos salariais pouco sustentáveis poderiam alimentar a inflação, o que constituiria uma fonte adicional de preocupação para o BCE. *A priori*, os efeitos de segunda ordem (transmissão da inflação aos aumentos salariais) são menos prováveis num contexto de inflação provocada por um choque energético num mundo globalizado como o nosso, porque reduz as margens empresariais e as empresas são menos capazes de aumentar os preços e salários. Isto levanta a questão de como a dinâmica salarial se comporta na zona euro e como poderá evoluir no futuro.

Os salários, por enquanto, estão contidos

A evolução dos salários na zona euro é um pouco mais difícil de acompanhar do que em outras economias avançadas. O principal problema que enfrentamos é o atraso na publicação dos dados. Enquanto nos EUA, por exemplo, a evolução dos salários por hora é publicada mensalmente na primeira sexta-feira do mês seguinte ao que se refere, na zona euro o indicador trimestral dos custos da mão de obra do Eurostat é publicado dois meses e meio após o final do trimestre. Assim, à data de publicação deste artigo, o último dado disponível desta série é o do 4T 2021.¹

Com isto em mente, podemos observar no primeiro gráfico que o crescimento homólogo dos salários no 4T 2021 foi de 1,6%. Trata-se de um nível contido; como referência, Phillip Lane, o economista principal do BCE, argumentou que um crescimento salarial de 3,0% é consistente com uma taxa de inflação a médio prazo de 2,0%, o objetivo do BCE.² Este menor dinamismo nos salários em comparação com o dos EUA (+5,6% em termos homólogos em março) deve-se, entre outros fatores, aos mecanismos de preservação dos postos de trabalho implementados durante a pandemia na zona euro (como, por exemplo, o *layoff* simplificado em Portugal). Embora estas medidas fossem muito positivas para manter o emprego e evitar reduções drásticas no rendimento das famílias, não permitiram aos trabalhadores, na altura da reabertura, usufruir dos aumentos salariais que normalmente acompanham as mudanças de trabalho.³

Zona Euro: evolução dos salários e custos da mão de obra

Variação homóloga (%)



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

A elevada inflação e a reduzida taxa de desemprego podem fazer subir os salários

Os salários ainda estão em níveis contidos, mas como irão evoluir no futuro? Para responder a esta pergunta, analisamos a sua relação com os principais fatores que os determinam: a taxa de desemprego, as expectativas de inflação e a inflação passada.⁴

O aumento da inflação verificado desde o final de 2021 e o aumento das expectativas de inflação a médio prazo poderiam contribuir para uma evolução salarial mais dinâmica nos próximos trimestres (note-se que a transmissão do aumento dos preços aos salários não é imediata, visto que existe um período de ajustamento).

1. Outra questão relevante a considerar é a heterogeneidade entre países, visto que o mercado de trabalho na UE não está tão integrado como o dos EUA e existem diferenças acentuadas entre países, tanto na evolução da taxa de desemprego como na dos salários.

2. Neste sentido, o BCE tem vindo a assegurar desde julho do ano passado que não aumentará as taxas de juro até que não projete uma inflação de 2% no último ano do seu horizonte de projeções, atualmente 2024. Ainda que por pouco, de momento não é este o caso, pois a instituição coloca a inflação em 1,9% em 2024.

3. A OCDE quantifica os aumentos salariais dos trabalhadores dos EUA que mudaram de emprego como sendo quatro vezes superiores aos dos trabalhadores que permaneceram nos seus postos de trabalho. Ver Causa, O. *et al.* (2021). «Labour market transitions across OECD countries: Stylised facts». OECD Economics Department Working Papers, n.º 1692, OECD Publishing, Paris.

4. Existem muitos outros elementos que determinam os salários, tais como a globalização ou o desenho institucional, mas para os próximos cálculos centramos-nos nos mais clássicos, conforme o FMI. Ver «Chapter 2: Recent Wage Dynamics in Advanced Economies: Drivers and Implications», World Economic Outlook, outubro de 2017.

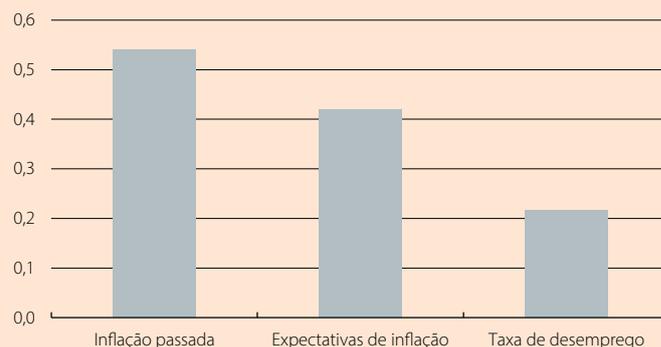
As perspetivas de inflação também representam um risco ascendente para os salários: prevemos que a inflação permaneça elevada na zona euro nos trimestres centrais do ano, embora deva ser abrandar gradualmente (mesmo num cenário em que os preços da energia se mantêm nos níveis atuais, a taxa de inflação homóloga acabaria por cair devido a efeitos de base). Segundo a relação histórica entre a inflação e os salários, se a inflação média em 2021 e 2022 fosse de cerca de 4,7% (a média consistente com as nossas previsões atuais de inflação), isto implicaria um crescimento salarial em termos homólogos de 0,54 p.p. mais elevado em 2023 em comparação com o que observaríamos com uma inflação média de 2% entre 2021 e 2022. Além disso, se partirmos do princípio de que esta inflação mais elevada desincentiva as expectativas de inflação a médio prazo, aumentando-as em, digamos, 1,5 p.p. para 3,5%, o crescimento salarial em 2023 seria 0,42 p.p. mais elevado em relação às expectativas devidamente fixadas em 2%. Somando ambos os efeitos, os aumentos salariais em 2023 seriam cerca de 1 p.p. mais elevados do que numa situação de inflação controlada e expectativas fixadas em 2%.

Por sua vez, a taxa de desemprego pode exercer maior pressão sobre os salários, dado que se encontra em níveis historicamente baixos (6,8% em fevereiro de 2022, ou seja, 2,6 p.p. abaixo da sua média histórica) graças à rápida recuperação do mercado de trabalho.⁵ No entanto, a evolução do mercado de trabalho na zona euro em 2022 é incerta e dependerá em grande medida da duração da guerra na Ucrânia e do impacto económico das sanções, especialmente nas economias mais dependentes do gás russo (como a Alemanha e, em menor medida, a Itália).

Em suma, segundo os dados disponíveis, as dinâmicas salariais não eram, no final de 2021, um motivo adicional de preocupação para o BCE, dado que eram claramente inferiores a 3%. De facto, a evolução contida dos salários no último ano é uma das razões pelas quais o BCE não aumentou as taxas, apesar da inflação elevada; na verdade, as projeções de inflação a médio prazo têm sido, até agora, inferiores a 2,0%. No entanto, o cenário está a mudar. Por um lado, o BCE fez recentemente uma reviravolta na sua comunicação e salientou que as expectativas de inflação já estão acima dos 2%, pelo que é provável que aumente as taxas já este ano para evitar que as expectativas deixem de estar ancoradas.. Por outro lado, os aumentos salariais que provavelmente observaremos (dada a elevada inflação e a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos) deverão levar a uma inflação a médio prazo próxima dos 2%, permitindo ao BCE aumentar gradualmente as taxas de juro. Assim, parece provável que as compras líquidas de ativos terminem no 3T e a primeira subida das taxas de juro aconteça já em 2022. Esta alteração de política e subsequentes aumentos de taxas deverão evitar que as elevadas taxas de inflação atuais se tornem crónicas, tanto através das expectativas de inflação como de dinâmicas salariais insustentáveis.

Zona Euro: contribuições para o aumento do crescimento salarial em 2023 *

(p. p.)



Notas: * Estimamos um modelo de regressão múltipla onde a variável dependente é a evolução salarial e as variáveis explicativas são a produtividade laboral, a inflação passada, as expectativas de inflação e a taxa de desemprego. Calculámos o efeito de uma inflação em 4,7% em média entre 2021 e 2022 ao invés de 2%; de um desajustamento das expectativas de inflação a médio prazo para 3,5% em vez de 2%, e de uma taxa de desemprego em 2022 de 6,5% em vez da média de 2021 (7,7%).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do CaixaBank.

5. Se a taxa de desemprego continuasse a sua tendência descendente em 2022 e a média do ano se situasse em 6,5%, segundo as nossas estimativas, o crescimento salarial em termos homólogos seria 0,21 p. p. mais elevado em 2023 do que o que observaríamos com uma taxa de desemprego como a de 2021 (7,7%).

Dinâmicas salariais em Espanha: o que nos diz o indicador de salários do BPI Research?

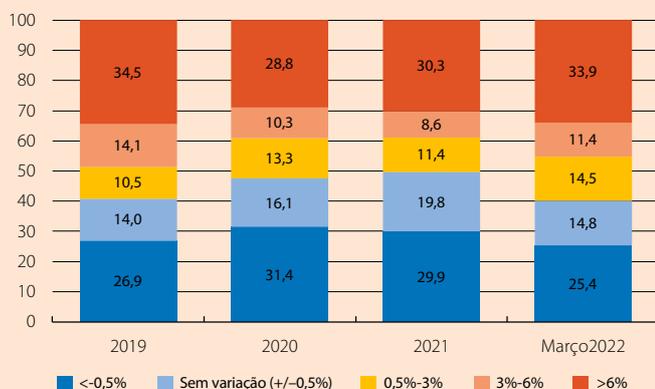
No atual contexto de pressões inflacionistas elevadas, existem preocupações de que os efeitos de segunda ordem possam levar a um ciclo de salários-preços que se auto-alimentem. Para analisar a evolução dos salários em Espanha, o BPI Research desenvolveu um indicador em tempo real com base nos recibos de ordenados liquidados nas contas do CaixaBank.¹ Este indicador fornece informação altamente atualizada das dinâmicas salariais e com um elevado nível de granularidade a nível geográfico e setorial. É, portanto, um indicador que fornece informações úteis até agora não disponíveis e que pode complementar outras fontes de dados de receitas salariais.

O indicador de receitas salariais do BPI Research corresponde à mediana da variação homóloga do recibo de pagamento mensal, calculada numa base totalmente anónima. Esta folha de pagamento mensal corresponde às receitas salariais líquidas recebidas durante o mês.^{2,3,4}

De acordo com este indicador interno, em março de 2022 os salários em Espanha aumentaram 2,2% em termos homólogos, um aumento semelhante ao registado antes da pandemia (+2,1% em termos homólogos em média em 2018 e 2019) e superior ao de 2020 e 2021 (ver primeiro gráfico). Assim, desde o verão passado, os recibos de pagamento dos trabalhadores mostram uma tendência progressiva de melhoria, com crescimentos moderados, deixando para trás as contenções vividas durante a pandemia.

Espanha: variação homóloga da folha de pagamentos mensal

Proporção (%)



Notas: A variação homóloga da folha de pagamento mensal é calculada cliente a cliente e, portanto, exige que o cliente esteja a trabalhar no mesmo mês do ano anterior. Todos os clientes com salário presente no mês anterior são considerados como critério de estabilização. Dados em termos nominais (não deflacionado).

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos do CaixaBank.

Espanha: indicador de salários do BPI Research

Variação homóloga (%)



Notas: O indicador de salários do BPI Research corresponde à mediana da variação homóloga da folha de pagamento mensal, calculada cliente a cliente. Todos os clientes com folha de pagamento presente no mês anterior são considerados como critério de estabilização. Dados em termos nominais (não deflacionado). O indicador corresponde à média móvel a 2 meses.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos do CaixaBank.

Uma medida complementar para analisar a evolução dos salários é a percentagem de recibos de pagamento que registam aumentos e diminuições (ver segundo gráfico). Este «termómetro dos salários» mostra que a proporção de trabalhadores cujas folhas de pagamento aumentaram mais de 3% em março de 2022 (45,3% do total) era mais baixa do que antes da pandemia (48,6%). Olhando para a percentagem de trabalhadores que registaram aumentos salariais superiores a 0,5%, a proporção em março de 2022 (59,8%) era já um pouco mais elevada do que em 2019 (59,1%).

Dinâmicas salariais por setores e regiões

As dinâmicas salariais não são homogéneas se distinguirmos pelo tipo de empregador (em particular entre o setor público e o privado). As folhas de pagamento dos assalariados do setor público avançaram 2,4% em termos homólogos em março de 2022,

1. Este indicador faz parte de um conjunto de indicadores para o acompanhamento da economia em tempo real, a publicar.

2. As folhas de pagamento são identificadas como um tipo específico de transferência dentro dos movimentos bancários dos clientes do CaixaBank (totalmente anónimos) e são em termos nominais (não deflacionados). Todos os clientes com folha de pagamento presente no mês anterior são considerados como critério de estabilização. O indicador corresponde à média móvel a dois meses. Para mais detalhe, ver a nota metodológica, a publicar.

3. A distribuição de folhas de pagamento é muito semelhante à distribuição salarial observada no inquérito de estrutura salarial para 2018 (último ano com microdados disponíveis do inquérito), tal como discutido em Aspachs, O., Durante, R., Graziano, A., Mestres J., Reynal-Querol, M. *et al.* (2021). «Tracking the impact of COVID-19 on economic inequality at high frequency». PLOS ONE 16(3): e0249121. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0249121>.

4. Um indicador semelhante é o Wage Growth Tracker da Fed de Atlanta. Este indicador mede o crescimento salarial nominal dos trabalhadores observado com 12 meses de intervalo, a partir dos dados da Current Population Survey (CPS) <https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker>.

Espanha: evolução salarial em diferentes setores de produção

Varição homóloga (%)



Notas: O indicador de salários do BPI Research corresponde à mediana da variação homóloga da folha de pagamento mensal, calculada cliente a cliente. Os setores de atividade são definidos a partir dos setores CNAE: Agricultura (secção CNAE A), Indústria (B-E), Construção (F), Serviços turísticos (CNAE a dois dígitos 49-51, 55, 56, 77, 79, 90, 91, 93), Serviços não turísticos (secções G a J e L a U, excluindo os incluídos nos serviços turísticos). As atividades financeiras e de seguros (secção K) estão excluídas devido à falta de representatividade da amostra de dados internos do CaixaBank para este setor. O indicador corresponde à média móvel a 2 meses.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos do CaixaBank.

restrições à atividade.

Por comunidades autónomas (C.A.), em março de 2022 foram observados aumentos dos salários entre 1,9% e 2,4% em termos homólogos na maioria das comunidades (ver quarto gráfico). Além disso, em todas as C.A. o crescimento salarial foi mais dinâmico do que durante a pandemia. Contudo, existem diferenças acentuadas entre regiões, com as Astúrias (1,6% em termos homólogos), Cantábria (1,8%) e Castilla-La Mancha (1,8%) a registarem os menores aumentos dos salários. A Catalunha e a Comunidade Valenciana registaram aumentos salariais mais elevados (2,4% e 2,5%, respetivamente), uma dinâmica consistente, dado que precisamente estas comunidades mostram um grau de recuperação da sua atividade económica acima da média nacional.

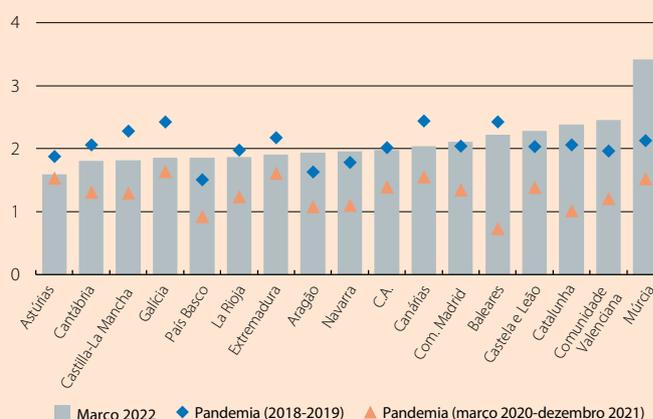
Em conclusão, por enquanto não se observam fortes pressões salariais em Espanha, nem em geral, nem diferenciando por setores ou regiões. No entanto, as pressões inflacionistas e o impacto desigual da guerra na Ucrânia entre setores de atividade poderão alterar esta situação nos próximos meses.⁵ O BPI Research analisará a evolução salarial mês a mês para mostrar o que está a acontecer no mercado de trabalho espanhol.

um pouco abaixo do progresso registado antes da pandemia (2,8% em 2018-2019), mas ligeiramente superior ao progresso dos salários no setor privado. Para estes últimos, o crescimento das folhas de pagamento atingiu 2,1% em termos homólogos em março de 2022, já acima do ritmo médio em 2018-2019 (1,7%).

As dinâmicas salariais também diferem segundo o setor económico. Os salários avançaram 2,4% em termos homólogos em março nos serviços não turísticos e 2,1% na indústria, enquanto recuaram na construção (0,7%) ou na agricultura (0,7%) (ver terceiro gráfico). Podemos concluir que, em todos estes setores, os salários estão a recuperar algum dinamismo após os anos de pandemia, com aumentos salariais bastante semelhantes aos de 2018-2019. Em contraste, para o setor dos serviços turísticos, que inclui o comércio e a hotelaria, as folhas de pagamento aumentaram 3,6% em termos homólogos em março de 2022, um ritmo mais rápido do que em 2018-2019, refletindo a recuperação do setor após os dois anos de pandemia em que foram duramente atingidos por

Espanha: evolução salarial por comunidade autónoma

Varição homóloga (%)



Notas: O indicador de salários do BPI Research corresponde à mediana da variação homóloga da folha de pagamento mensal, calculada cliente a cliente. Todos os clientes com folha de pagamento presente no mês anterior são considerados como critério de estabilização. Dados em termos nominais (não deflacionado). O indicador corresponde à média móvel a 2 meses.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos do CaixaBank.

5. Ver o Focus «Que setores são mais afetados pelo conflito na Ucrânia?» na IM04/2022.

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 europeia. 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 económicos 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

