

IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO GLOBAL

Tempos de mudança para a política económica

Sobre a redução do balanço dos bancos centrais

A subida de taxas de juro na zona Euro, em análise

Boas perspetivas para o setor turístico em Espanha

Tendências a longo prazo do investimento em Espanha

AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO EM PORTUGAL

Existem almofadas, mas as nuvens adensam-se

Bom arranque puxa crescimento anual para a casa dos 6%

Como pode o aumento das taxas de juro afetar o orçamento das famílias em Portugal?

Inflação alta: um fardo desigual?

Em Portugal, a inflação absorve a poupança acumulada durante a pandemia

INFORMAÇÃO MENSAL**Junho 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/)<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

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

Economista Chefe

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 BustamanteCoordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

31 de maio de 2022

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *Sobre a redução do balanço dos bancos centrais***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *A subida de taxas de juro na zona Euro, em análise***18 ECONOMIA PORTUGUESA**20 *Como pode o aumento das taxas de juro afetar o orçamento das famílias em Portugal?*22 *Inflação alta: um fardo desigual?*24 *Em Portugal, a inflação absorve a poupança acumulada durante a pandemia***27 ECONOMIA ESPANHOLA**29 *O Plano de Estabilidade 2022-2025: ajustamento do défice público devido ao ciclo económico*31 *Boas perspetivas para o setor turístico*33 *Tendências a longo prazo do investimento em Espanha*35 *Tendências a curto prazo do investimento em Espanha*

Portugal: Existem almofadas, mas as nuvens adensam-se

Este mês revimos o cenário para a economia portuguesa. Foi uma revisão substancial, melhorando a perspetiva de 2022 ainda que com tendência decrescente, a prazo. De facto, há que reconhecer o crescimento muito expressivo dos últimos trimestres, sobretudo o primeiro trimestre de 2022 que nos surpreendeu; ou a melhoria sistemática do mercado de trabalho, onde a taxa de desemprego ronda valores mínimos dos últimos 20 anos. Todavia, os riscos são também expressivos e os desafios têm vindo a intensificar-se, levando-nos a alertar que esta é uma revisão em alta...mas de mais para menos.

No que respeita à atividade, esperamos agora que o PIB cresça 6,6% em 2022, incorporando o resultado do primeiro trimestre (+2,6% trimestral) e um crescimento muito ligeiro até final do ano. Repare-se que com esta base de partida, caso a economia estagne entre abril e dezembro, o PIB anual ainda rondaria os 6,3%. Ora, atendendo às várias almofadas que existem, não parece previsível uma tão fraca performance. Em primeiro lugar, as poupanças acumuladas nestes últimos dois anos, em que a pandemia condicionou a atividade e políticas económicas favoráveis suportaram o trabalho e os rendimentos. Estimamos que no final de 2021 representariam cerca de 2,5% do PIB. Dado o expressivo aumento do consumo de bens duradouros nos primeiros meses do ano, é possível que se tenha reduzido, devendo ainda assim manter-se significativa. Em segundo lugar, o comportamento muito favorável do mercado de trabalho. Recordamos que o número de pessoas empregadas já ultrapassou os níveis anteriores à pandemia e a taxa de desemprego é inferior a 6%, mantendo níveis mínimos desde 2002 nestes primeiros meses do ano. Outra almofada importante é a retoma do turismo. Efetivamente abril marcou o primeiro mês em que o número de turistas excedeu os níveis anteriores à pandemia. Mas no acumulado de 12 meses, há ainda muito por recuperar, cerca de 25%. Mantendo-se a tendência positiva, esta recuperação trará estímulo acrescido à economia. Apoiando esta perspetiva, note-se que alguns inquéritos relativos às intenções de viagem nos principais mercados emissores de turistas para o mercado português fazem antever fortes meses de verão para o setor.

Outros fatores justificam otimismo na avaliação de perspetivas. Por exemplo, fatores mais estruturais e menos visíveis. Como a evolução das exportações de mercadorias, que no primeiro trimestre deste ano superaram, em volume (portanto, excluindo efeitos do aumento de preços na análise) os níveis pré-pandemia. Acresce que, pelo menos nos últimos 5 anos tem-se registado aumento de quota de mercado, ou seja, as exportações de bens crescem acima da procura nos mercados de destino, sinalizando aumento de competitividade. Noutra perspetiva, apesar do fim das moratórias em final de 2021, não se observam sinais de aumento de incumprimento. Recordo que as moratórias possibilitaram o deferimento de pagamentos dos encargos com a dívida sem que isso originasse incumprimento contratual, e chegaram a abranger mais de 30% do crédito a empresas. Este é um sinal de robustez do setor empresarial, ainda que possa haver casos pontuais de setores e empresas mais afetados pela pandemia, com efeitos que ainda podem vir a surgir, mas que deverão ter expressão limitada. Acresce ainda referir os fundos comunitários, ainda que a sua execução possa ser dificultada por constrangimentos atuais, relativos ao encarecimento de materiais e escassez de mão de obra. Todavia, estes somam valores muito expressivos, devendo impulsionar o crescimento nos próximos anos.

Apesar destas almofadas, os desafios são enormes, somando-se aumento das taxas de juro, inflação muito elevada (8% em maio) e perspetiva de arrefecimento da procura externa, entre outros fatores, devido à guerra na Ucrânia. Em particular, o aumento das taxas de juro deverá pesar significativamente, a prazo, dado que a economia portuguesa permanece muito endividada. Apesar da desalavancagem registada no setor privado, o facto de cerca de 90% do crédito a particulares permanecer indexado a taxa de juro variável, dependendo da evolução das taxas Euribor, sugere que as famílias sentirão, a prazo, aumento da parcela dos encargos com a dívida, absorvendo uma maior fatia do seu rendimento. No setor público, ainda que partindo de uma base muito baixa (os juros da dívida pública pesaram em 2021 2,4% do PIB que compara com 5% do PIB em 2012-14), o aumento desta parcela irá condicionar também a política orçamental no futuro, dada a necessidade de consolidação e redução da dívida pública, que permanece acima dos níveis pré-pandemia (127% do PIB em 2021).

Enfim, existem de facto algumas almofadas que permitem sustentar a hipótese de crescimento acima de 6% este ano, sendo inevitável, contudo, um abrandamento em 2023. Por ora, as nossas previsões foram alteradas para 2%, com riscos (ainda) balanceados. Mas as nuvens adensam-se no horizonte.

Paula Carvalho

Cronologia

MAIO 2022

- 7** Os talibãs reintroduzem a obrigatoriedade do véu islâmico para as mulheres.
- 22-26** Fórum Económico Mundial em Davos.
- 25** Novo tiroteio em massa numa escola primária nos EUA.

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 Espanha.
- 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.

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

- 3** A Comissão Europeia autoriza o desembolso de 10.000 milhões de euros do NGEU à Espanha.
- 8** A tensão na crise da Ucrânia está a aumentar.
- 28** Atinge-se um acordo na reforma laboral em Espanha.

Agenda

JUNHO 2022

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 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** Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: taxa de poupança das famílias (1T).
- 29** Espanha: previsão 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).

JULHO 2022

- 1** Portugal: produção industrial (maio).
- 4** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 5** Portugal: crédito de nova concessão (maio).
- 11** Espanha: contas financeiras (1T).
Portugal: comércio internacional (maio).
- 15** China: PIB (2T).
- 21** Conselho do Banco Central Europeu.
Portugal: crédito ao setor privado não financeiro (maio).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 26-27** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 28** Espanha: inquérito de população ativa (2T).
Zona euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 29** Espanha: crescimento do PIB (2T).
Espanha: crescimento do IPC (julho).
Espanha: execução do orçamento de Estado (junho).
Portugal: crescimento do PIB (2T).
Zona euro: PIB (2T).

Tempos de mudança para a política económica

O cenário económico global continua a enfrentar os efeitos de um triplo «choque» na oferta mundial (estrangulamentos, danos da guerra e política Covid-zero) que mantém os preços das matérias-primas pressionados, deteriora a confiança dos agentes económicos e desencadeou sinais de alerta nos mercados financeiros com um aumento da volatilidade e fortes correções nas cotações. Apesar de tudo isto e da escassa informação publicada no segundo trimestre, parece que a atividade se mantém em território positivo graças ao bom desempenho do sector dos serviços, à solidez que o mercado de trabalho continua a mostrar num bom número de países e ao excesso de poupança acumulada nos últimos dois anos. A incerteza continua a pesar no clima dos investidores e dos consumidores, mas o ciclo de atividade mostra uma elevada resiliência, embora haja muito jogo para jogar antes do final do ano.

Neste contexto, os bancos centrais estão já a acelerar o endurecimento das condições financeiras, tentando eliminar as pressões do lado da procura, pelo menos enquanto a oferta se mantiver sujeita a todo o tipo de obstáculos. As subidas das taxas de juro têm sido generalizadas (com exceções como o caso do Japão), tentando minimizar o risco de efeitos de segunda ordem que se intensificam com a aproximação das leituras da inflação subjacente aos 5% e, mesmo acima, no caso dos EUA. Não é fácil antecipar o comportamento da dinâmica dos preços num cenário tão atípico, com tantos «choques» a interagir ao mesmo tempo. O arrefecimento da atividade e os efeitos de base sobre os preços esperados até ao final deste ano podem reduzir significativamente o fosso para as metas dos bancos centrais. Mas provavelmente não será suficiente e, em todo o caso, o risco é assimétrico, uma vez que não será fácil distribuir equitativamente entre os agentes (política de rendimentos) uma deterioração tão marcada do rendimento disponível como o que já está a ocorrer.

Por conseguinte, a elevada incerteza que continua a caracterizar o cenário económico afetará especialmente a política monetária, que tanto pode passar como ficar aquém quando se trata de abordar um contexto tão complexo, sobretudo tendo em conta os desfasamentos com que atua. No entanto, é evidente que, a curto prazo, não é fácil para a política monetária restabelecer o equilíbrio entre a oferta e a procura. Em todo o caso, a mudança monetária que se tem verificado desde o início do ano foi essencial para manter as expectativas de preços dos agentes ancoradas, num contexto de contínuas surpresas negativas na inflação. Neste contexto, a principal novidade das últimas

semanas é a alteração da estratégia do BCE que, ao antecipar aumentos de taxas nas reuniões de julho e setembro, reflete que o equilíbrio de riscos começou a constituir uma clara ameaça ao seu objetivo de inflação a médio prazo. Esta postura serviu para travar a deterioração que o preço do euro face ao dólar estava a sentir, aproximando-se da paridade. Num mundo sujeito a transformações de todos os tipos e em que, não há muito tempo, houve a ameaça de uma guerra cambial, parece que os bancos centrais estão mais uma vez a ter em conta a força das taxas de câmbio, tanto pelo efeito positivo sobre a inflação, como pela confiança que transmite aos investidores muito penalizados desde o início do ano pelas correções vividas tanto nos mercados obrigacionistas como nos mercados de ações, anulando a imunização das estratégias tradicionais de diversificação de carteiras.

Com a política monetária a dirigir-se, pelo menos, para uma zona neutra, o que pode significar níveis de taxa de juro no intervalo de 2,75%-3% nos EUA e de 1,25%-1,75% na Europa, a grande questão é o papel que o lado fiscal pode e deve desempenhar e, portanto, se a resposta da política económica será ou não equilibrada. Após a resposta inicial lógica ao choque energético causado pela guerra, as políticas orçamentais parecem estar em terra de ninguém, entre os efeitos dos pacotes orçamentais aprovados há dois anos, as dúvidas sobre os próximos passos a serem dados a curto prazo e o receio do risco de fragmentação. Algo lógico, tendo em conta que o processo de normalização monetária implicará uma mudança nas regras do jogo e uma maior atenção dos investidores à solvabilidade fiscal, como já estamos a assistir com o aumento do prémio de risco dos países periféricos, com destaque para o italiano. Da mesma forma, embora a aplicação do Pacto de Estabilidade na Europa permaneça suspensa no próximo ano, a recomendação é o regresso a uma política orçamental neutra (com a despesa a crescer menos do que o crescimento potencial) enquanto são delineadas as novas regras que entrarão em vigor em 2024. Em todo o caso, manter um tom orçamental marcadamente expansionista num contexto como o atual limitaria a eficácia da política monetária para atacar o problema inflacionista. E a experiência histórica diz-nos que é bom que as políticas monetárias e fiscais andem de mãos dadas.

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	2,75	3,00
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	2,90	2,95
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	3,40	3,25
Dívida pública 2 anos	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	2,75	2,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,15	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,25	1,00
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	0,75	1,50
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,35	1,35
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,35	1,32
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	0,43	1,37
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	0,65	1,39
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	0,88	1,42
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	0,90	1,45
Dívida pública 10 anos	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,25	1,85
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,51	2,01
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	1,72	2,21
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	2,45	2,85
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	1,62	2,18
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	1,88	2,38
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	2,45	2,85
Prémio de risco	19	334	67	60	65	120	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	0,85	0,84	0,84
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	100,5	85,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	92,3	72,4

Previsões

Variação da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

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	3,2	3,7
Países desenvolvidos	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	2,3
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,4	1,9
Zona Euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,6	3,0
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	2,8	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	6,6	2,0
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	1,7	1,6
Reino Unido	2,6	1,3	1,7	-9,3	7,4	3,6	0,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,0	3,7	-2,0	6,8	3,6	4,7
China	10,6	8,2	6,0	2,2	8,1	3,7	5,2
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	1,9	2,3
Rússia	7,2	1,2	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	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,7	3,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,1	4,2
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	5,9	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,0	2,5
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	6,8	2,3
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	6,9	2,4
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,2	1,7
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,2	1,9
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
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	1,5	0,8
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	6,8	2,5
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,0	5,6
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	2,1	1,8
Índia	4,5	7,7	3,7	6,6	5,1	5,4	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	8,8	5,1

Previsões

Variação da média do ano sobre a média do ano anterior (%), salvo indicação expressa

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	5,9	2,4
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-1,2	5,4	-2,7	6,4	5,1	6,7
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	5,1	2,9
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,0
Importação de bens e serviços	3,6	2,5	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,9
Produto interno bruto	1,5	0,3	2,7	-8,4	4,9	6,6	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	1,2	-1,9	2,7	1,7	0,5
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	6,6	7,0	6,6	5,9	5,7
Índice de preços no consumidor	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	6,0	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,2	0,4	-1,2	-1,1	-2,2	-1,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,9	1,2	0,1	0,7	0,1	1,2
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,6	0,1	-5,8	-2,8	-1,7	-0,7

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	-0,2	5,2
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,6	0,3
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,6	4,7
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	10,7	4,1
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,6	5,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	1,4	3,9
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	13,0	2,1
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	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	6,7	3,8	2,9
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,6	12,5
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	0,7	-0,3	3,1	6,8	1,1
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	4,9	1,1	2,2	2,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,0	1,8	1,6	1,7	1,7
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,9	-3,1	-10,3	-6,9	-5,5	-4,8

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

Previsões

Os receios de recessão agitam os mercados financeiros

O sentimento dos investidores continua bastante frágil. Os mercados financeiros continuaram a operar num cenário de muita incerteza e volatilidade. Após três meses desde o início da invasão russa na Ucrânia, o conflito deixou de se apresentar como o principal fator de risco entre os investidores, que se mostram mais preocupados pelos sinais de enfraquecimento na recuperação económica mundial e, principalmente, pela urgência dos bancos centrais em retirar os estímulos monetários, perante a persistência das pressões inflacionistas. Os receios de um *hard landing* alimentaram uma maior procura por ativos considerados de refúgio e uma fuga generalizada dos ativos de risco. A turbulência nos mercados está a provocar uma forte tensão nas condições financeiras, transformando-se em mais um obstáculo num panorama macroeconómico mundial já de si complexo.

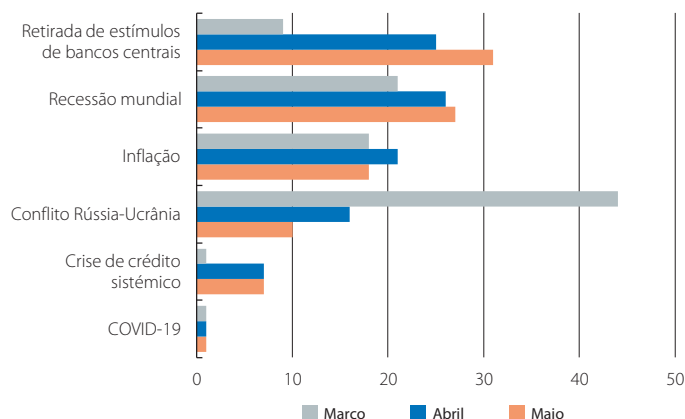
Sell off bolsista, valorização do dólar e correção nas taxas soberanas. Neste contexto, as bolsas internacionais desceram consideravelmente durante grande parte de maio, uma tendência que, no entanto, se inverteu nos últimos dias do mês. A queda foi mais pronunciada nos índices norte-americanos, onde o S&P 500 apresentou uma queda acumulada de 14% em relação ao máximo no início do ano, equivalente a metade das perdas durante a primeira vaga da COVID-19 na primavera de 2020. Na Europa, o comportamento tem sido mais misto, com quedas acumuladas desde o máximo de 12% no DAX alemão e do 4% no IBEX espanhol. A forte volatilidade refletiu-se também numa valorização do dólar, que chegou a estar cotado em 1,038 em relação ao euro, mas que recuou posteriormente e encerrou o mês perto dos 1,07. Por seu lado, a rentabilidade da dívida soberana corrigiu de forma notável nos EUA (-9 p. b. para 2,84% para os títulos com vencimento a 10 anos), mas subiu na Alemanha (+18 p. b. para 1,1%), enquanto os prémios de risco na dívida periférica da Zona Euro aumentaram.

Consenso no BCE para a subida das taxas de juro em julho. Na Zona Euro, a intensificação das pressões inflacionistas resultou no endurecimento na narrativa do BCE para eliminar as medidas de expansão monetária. Assim, as declarações dos seus membros já consideram como certo que as compras líquidas de ativos cessarão este trimestre, enquanto apontam para um consenso para iniciar o ciclo de subida nos juros oficiais em julho. Numa publicação na página do banco central, a sua presidente, Christine Lagarde, declarou esperar que o ciclo de juros negativos termine já no 3T, tendo também destacado que o processo de normalização será realizado de forma gradual e flexível. Por outro lado, os membros mais *hawkish* do Conselho de Governadores colocaram sobre a mesa a possibilidade de subidas mais agressivas a curto prazo, em linha com a cotação das taxas de juro implícitas nos mercados monetários (subidas de 100 p. b. este ano).

A Fed sobe as taxas de juro em 50 p. b. e anuncia a redução do balanço. Entretanto, na sua antecipada reunião de maio, a

Inquérito: qual considera ser principal risco nos mercados financeiros?

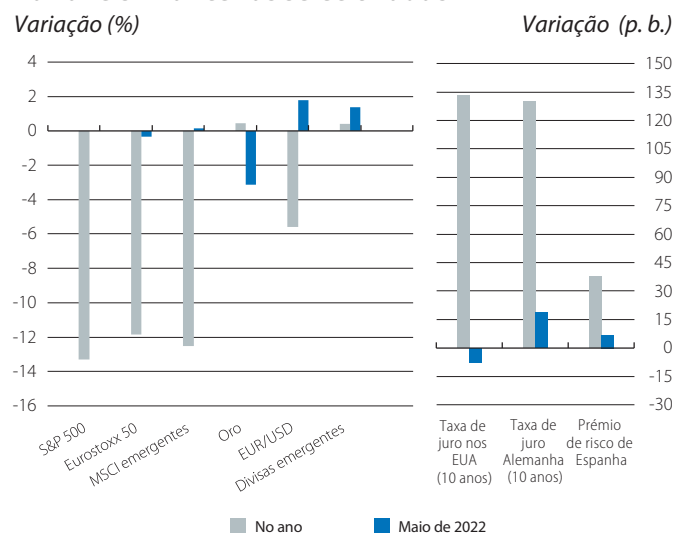
(% do total de inquiridos)



Nota: Inquérito realizado entre 288 gestores de ativos em diferentes países nas primeiras semanas do mês de referência.

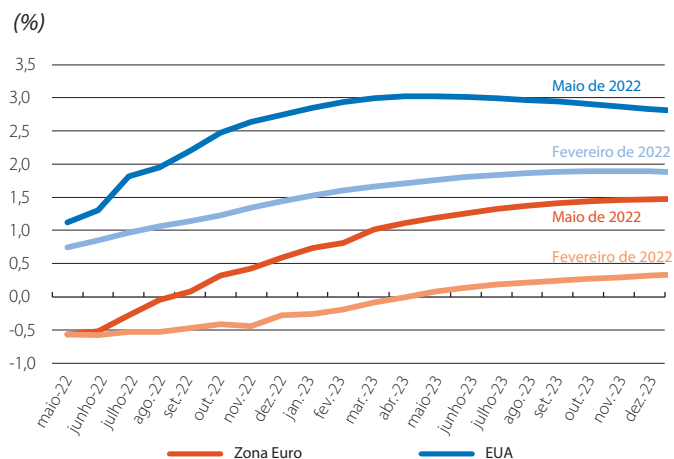
Fonte: Bank of America Global Fund Manager Survey.

Variáveis financeiras selecionadas



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

Previsões sobre as taxas de juros de referência do BCE e da Fed



Nota: Forwards sobre o EFFR e o tipo OIS da zona Euro derivada a partir de curvas de taxas de juro de mercado.

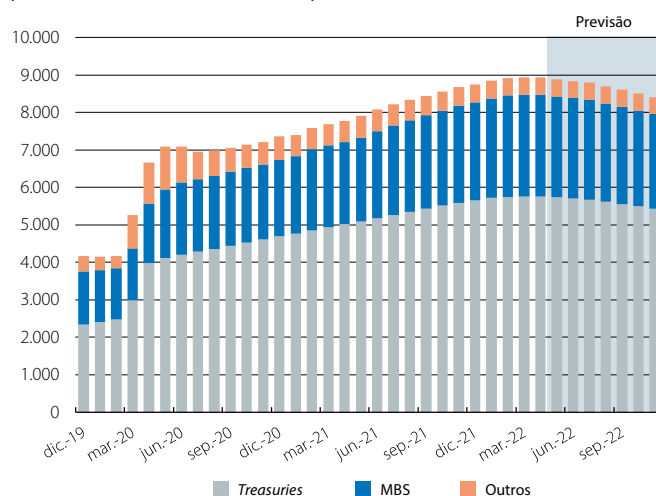
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Reserva Federal dos EUA subiu as taxas de juros em 50 p. b. para o intervalo de 0,75%-1,00% e anunciou que pretende levar as taxas para níveis mais normais em breve, com aumentos semelhantes nas duas próximas reuniões (junho e julho), segundo o seu presidente, Jerome Powell. Além disso, a Fed começará a reduzir a dimensão do seu balanço a partir de junho, a um ritmo mais rápido do que no ciclo anterior (para obter mais detalhes, ver o Focus «Sobre a redução do balanço dos bancos centrais» nesta edição da informação mensal). Segundo Powell, a economia dos EUA está bem posicionada para resistir a uma política monetária mais restritiva sem necessariamente desencadear uma recessão, um cenário que, no entanto, tem sido questionado pelos investidores. Entretanto, tanto o Banco de Inglaterra como os bancos centrais da Austrália e da Nova Zelândia concordaram em aumentar as taxas oficiais nas suas reuniões de maio. A exceção continua a ser o Banco do Japão, que manteve intacta a sua política acomodatória, deixando o iene a flutuar perto dos mínimos das últimas duas décadas.

Mercados emergentes: o início da tempestade? Uma maior incerteza em relação à guerra na Ucrânia, o agravamento das condições financeiras no Ocidente, a escalada das pressões inflacionistas a nível mundial e os novos surtos em algumas regiões continuaram a deteriorar o interesse dos investidores pelos países emergentes. Assim, de acordo com o Instituto Internacional de Finanças de Espanha, verificou-se em abril uma nova descida nos fluxos monetários líquidos para estas economias (- 4000 milhões de dólares), que foram somados à descida de 7800 milhões do mês anterior. Evidencia-se também uma certa rotação a favor de regiões exportadoras de matérias-primas. Como resposta, os bancos centrais de alguns países aprovaram novas subidas nas taxas de juro oficiais, principalmente na Ásia. A exceção foi o banco central da Rússia e da China (PBoC). O primeiro anunciou um corte na taxa de referência de 300 p. b. para 11%, enquanto o segundo acordou uma descida na taxa para créditos a cinco anos, que serve de referência para os empréstimos hipotecários. O colapso nos dados económicos chineses e o tom acomodatório do PBoC refletiram-se numa nova desvalorização do yuan face às principais moedas.

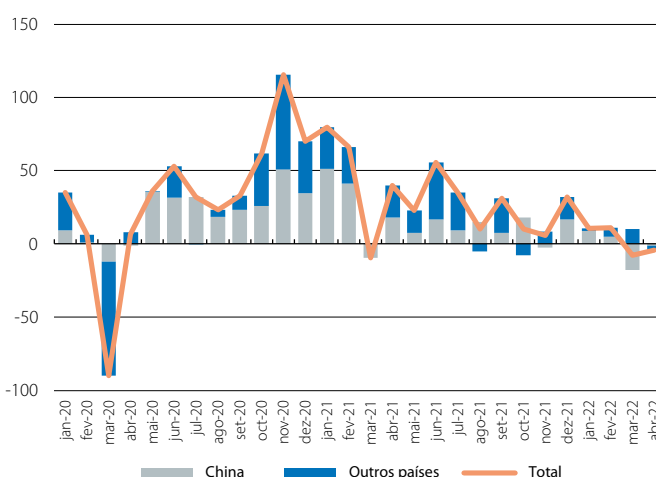
A tensão nos mercados de matérias-primas não dá tréguas. Ainda que sob muita volatilidade, os preços da energia mantiveram a tendência de subida ao longo do mês, graças, principalmente, à incerteza relativamente à persistência do conflito na Ucrânia e ao agravamento nas sanções à Rússia, fatores que aumentaram as dúvidas entre os investidores face à evolução da economia mundial. Neste contexto, a procura de alternativa ao fornecimento russo na Europa ajudou a diminuir o diferencial nos preços de referência da energia entre os EUA (Henry Hub para o gás e WTI para o petróleo) e a Europa (TTF holandês e Brent). Por outro lado, os preços dos alimentos mantiveram-se em níveis elevados, com subidas acumuladas até à data este ano em 49% para o trigo e 30% para o milho. Por oposição, a redução na procura na China refletiu-se numa descida de preço dos metais industriais.

Reserva Federal: total de ativos (Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

Fluxos líquidos de capital para economias emergentes (Milhares de milhões de dólares)



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

Matérias-primas

	Medida	Preço	Variação (%)	
			Último mês	No ano
Commodities	Índice	132,1	2,0	33,2
Energia	Índice	57,4	10,9	85,9
Brent	\$/barril	114,0	4,3	46,6
Gás natural (Europa)	€/MWh	88,1	-11,4	25,2
Metais preciosos	Índice	216,5	-3,9	-1,2
Ouro	\$/onça	1853,5	-2,3	1,3
Paládio	\$/onça	2009,1	-13,7	5,5
Metais industriais	Índice	182,5	-8,1	5,5
Alumínio	\$/Tm	2874,0	-5,8	2,4
Níquel	\$/Tm	26 788,0	-15,7	29,1
Agrícola	Índice	76,7	-0,3	26,2
Soja	\$/bushel	1.681,0	-1,6	26,5
Trigo	\$/bushel	1148,3	10,0	49,0

Nota: Dados no final do período.

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

Sobre a redução do balanço dos bancos centrais

A intensificação das pressões inflacionistas ocorrida nos últimos meses tem obtido como resposta por parte dos bancos centrais uma retirada antecipada dos estímulos monetários, primeiro através da cessação das compras líquidas de ativos e, mais recentemente, na maioria dos casos, com aumentos das taxas oficiais. Neste artigo centrarmo-nos na próxima ligação neste processo de normalização da política monetária: a redução do tamanho do balanço ou *quantitative tightening* (QT), como é conhecida no jargão financeiro.

O QT é uma medida de ordem restritiva da política monetária, através da qual os bancos centrais reposicionam nos mercados os ativos financeiros adquiridos nos seus programas de compras durante a fase de expansão monetária (obrigações, títulos e, em alguns casos, ações).

A nível operacional, os bancos centrais podem executar o QT, não reinvestindo as obrigações vencidas na sua carteira ou, se quiserem acelerar a redução do seu balanço, podem vender os ativos que detêm nos mercados a um ritmo mensal pré-estabelecido. Até à data, apenas a Fed implementou um processo de QT, concretamente no período 2017-2019.

A Fed anuncia um QT agressivo em 2022

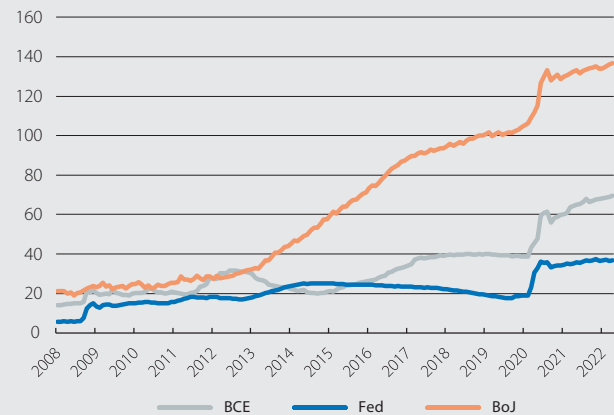
Com um total de ativos de 8,9 biliões de dólares no final de abril, representando 37% do PIB dos EUA, a Fed confirmou na reunião de maio a sua estratégia para reduzir o tamanho do seu balanço.

O plano estabelece uma velocidade máxima de redução do balanço de 47.500 milhões de dólares por mês, através de vencimentos de 30.000 milhões de dólares em obrigações do Tesouro e o restante em vencimentos de ativos garantidos por hipotecas (MBS, na sigla em inglês). A partir de setembro, a Fed prevê ajustar este limite para 95.000 milhões de dólares por mês (60.000 milhões em *treasuries* e 35.000 milhões em MBS).

O anúncio da redução do balanço chegou muito mais cedo no processo de normalização monetária do que no ciclo anterior, quando a Fed esperou dois anos entre a primeira subida de taxas oficiais (dezembro de 2015) e o início do QT (outono de 2017). Além disso, o ritmo de redução é agora muito mais agressivo: em 2017, a Fed estabeleceu um limite mensal de 50.000 milhões de dólares, embora na prática o ritmo inicial fosse de cerca de 10.000 milhões.

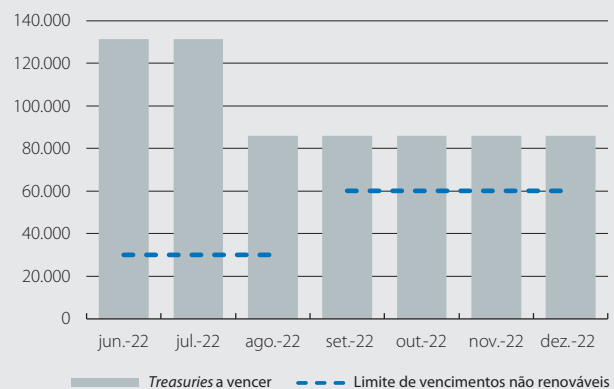
Em relação às obrigações públicas, a Fed indicou recentemente que, nos meses em que os vencimentos ficarem abaixo do limite imposto, compensará através de uma redução da sua carteira de títulos do Tesouro. No entanto, pelo menos durante 2022, os vencimentos de *treasuries*

Bancos centrais: total de ativos
(% do PIB)



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

Fed: vencimentos de treasuries em 2022
(Milhares de milhões de dólares)



Nota: De acordo com a informação disponível até 27 de abril.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal.

excederão o limite fixado todos os meses, o que implicaria não só que a Fed não venda títulos ativamente, mas também que reinvesta parte dos ativos no seu vencimento (ver segundo gráfico). No que diz respeito à carteira de MBS, é muito provável que numa fase inicial o limite fixado para a sua redução não seja atingido, visto que a maioria dos vencimentos está concentrada com mais de um ano de antecedência.

Qual o impacto do QT nos mercados financeiros?

Considerando a natureza invulgar desta medida, não existe consenso na comunidade de analistas sobre o possível impacto do QT, tanto nos mercados financeiros, como na economia real.

Em termos práticos, o QT implica uma diminuição da liquidez no sistema financeiro, através de uma redução das reservas bancárias no banco central, pois serão os bancos,

entre outras instituições financeiras, que irão aumentar a exposição nos ativos que a Fed irá alienar. Assim, enquanto uma parte importante da procura destes ativos (a do banco central) é reduzida, a sua taxa de juro sobe, pelo que o QT acaba por funcionar de uma forma semelhante a outras medidas de restrição monetária.

Segundo Jerome Powell, a redução do balanço anunciado pela Fed para este ano (de cerca de 520.000 milhões de dólares ou 2,3% do PIB) seria equivalente a um aumento adicional de 25 p. b. nas taxas oficiais. Tendo esta sensibilidade como referência, o QT seria então equivalente a um aumento de 50 p. b. adicionais nas taxas oficiais do próximo ano.¹

No que diz respeito ao impacto nos mercados financeiros, o QT exerceria, em primeiro lugar, uma pressão ascendente na rentabilidade dos ativos afetados, ou seja, as obrigações públicas e privadas que veriam o seu preço baixar (e a sua taxa de juro a subir) face à maior oferta líquida. Este impacto é normalmente mais forte na parte média e longa da curva, visto que o banco central tende a concentrar as compras de obrigações nessa parte da curva. Este pico nas taxas de referência tenderia a afetar negativamente o rendimento variável, os *spreads* corporativos e a reforçar o dólar (ver no último gráfico o que aconteceu após o anúncio do QT em 2017). A dimensão do impacto e a sua persistência, contudo, são difíceis de quantificar, dado o cálculo de fatores que normalmente incorporam as cotações dos ativos financeiros.

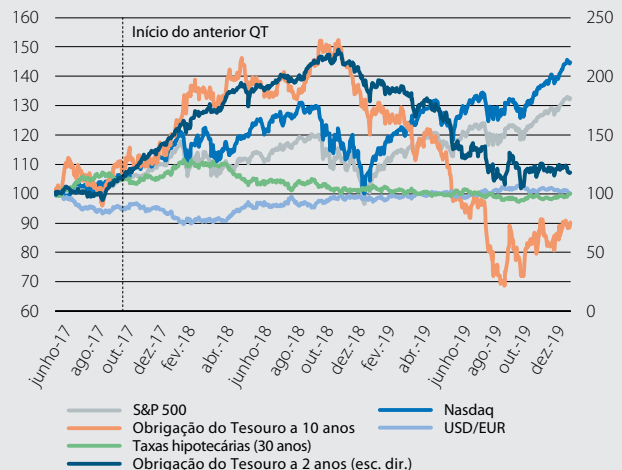
No ciclo atual, o anúncio do QT intensificou o aumento que se vinha a observar na rentabilidade da dívida soberana,² bem como a volatilidade nos mercados de ações. Por sua vez, o dólar reforçou-se em relação a outras moedas, com uma apreciação face ao euro de 7% desde o início do ano. Acreditamos que parte do ajustamento em mercados do QT já ocorreu, pois a Fed já tinha anunciado as linhas gerais do plano em janeiro. No entanto, não excluimos novos episódios de volatilidade, assim que o QT se materializar a partir de junho.

Como é que a Fed se compara a outros bancos centrais?

O processo de redução do balanço não é único nos EUA, uma vez que outros bancos centrais já estão envolvidos neste processo. Por exemplo, o Banco de Inglaterra tem vindo a deixar os ativos vencerem na sua maturidade desde fevereiro e tem vendido ativamente parte da sua carteira de obrigações corporativas desde maio e deverá anunciar, no verão, as linhas para as vendas de obrigações

EUA: ativos financeiros

Nível (100 = 14 de junho de 2017) *



Nota: * Nessa data, foi formalmente anunciado como ocorreria o quantitative tightening (QT).

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

públicas. Por sua vez, os bancos centrais do Canadá e da Austrália também estão a deixar que os ativos vençam na sua maturidade, enquanto o Riksbank da Suécia espera iniciar este processo nos próximos meses.

Por outro lado, a situação no BCE é um pouco diferente. De acordo com os comunicados oficiais, até ao final de 2024 o BCE reinvestirá os ativos do PEPP no seu vencimento e os do APP por um período prolongado após a primeira subida de taxas (que estimamos ocorra em aproximadamente dois anos). Não é possível negligenciar o risco de fragmentação financeira na zona euro se o BCE desaparecesse dos mercados de dívida. Por este motivo, é provável que o BCE, para além de continuar a reinvestir os ativos no seu vencimento durante alguns anos, proporcione flexibilidade a estes reinvestimentos, para poder aliviar eventuais tensões financeiras assimétricas entre as diferentes economias.

1. Segundo estimativas da Fed, uma redução de 2% do PIB no balanço do banco central equivale a um aumento de 20 p. b. nas taxas oficiais (ver <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/substitutability-of-monetary-policy-instruments-20190719.htm>).

2. Ver o Focus «Sobre o aumento da rentabilidade da dívida soberana» na IM05/2022.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,34	-0,43	9	23,4	20,5
Euribor 12 meses	0,39	0,17	22	89,1	87,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	0,05	-0,23	28	69,1	68,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,50	0,26	24	112,3	116,6
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	1,12	0,94	18	129,9	132,0
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,23	1,97	25	166,0	177,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,26	2,02	24	179,4	181,0
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,00	0,50	50	75,0	75,0
Libor 3 meses	1,61	1,33	28	140,2	147,7
Libor 12 meses	2,74	2,63	11	215,7	249,5
Dívida pública a 1 ano	2,05	2,06	-1	167,4	201,5
Dívida pública a 2 anos	2,56	2,71	-16	182,4	241,2
Dívida pública a 10 anos	2,84	2,93	-9	133,4	125,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	88	90	-2	39,8	38,5
Itraxx Financeiro Sénior	97	102	-5	42,3	39,8
Itraxx Financeiro Subordinado	184	197	-13	76,0	77,0

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,073	1,055	1,8	-5,6	-12,1
EUR/JPY (ienes por euro)	138,110	136,950	0,8	5,5	3,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,852	0,839	1,6	1,2	-1,2
USD/JPY (ienes por dólar)	128,670	129,700	-0,8	11,8	17,4

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	629,5	643,3	-2,2	8,8	14,3
Brent (\$/barril)	122,8	109,3	12,3	57,9	72,2
Ouro (\$/onça)	1.837,4	1.896,9	-3,1	0,4	-3,7

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	4.132,2	4.131,9	0,0	-13,3	-1,8
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.789,2	3.802,9	-0,4	-11,8	-7,3
Ibex 35 (Espanha)	8.851,5	8.584,2	3,1	1,6	-3,6
PSI 20 (Portugal)	6.257,5	5.930,0	5,5	12,4	21,3
Nikkei 225 (Japão)	27.279,8	26.847,9	1,6	-5,3	-5,8
MSCI emergentes	1.077,7	1.076,2	0,1	-12,5	-22,4

A inflação dita a agenda dos bancos centrais em todo o mundo

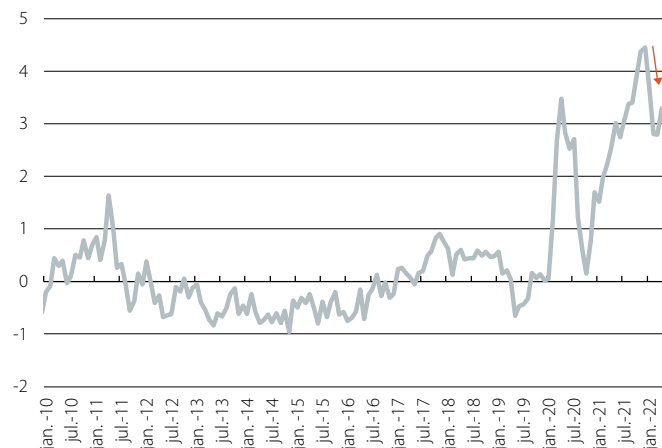
A guerra na Ucrânia continua a ser a questão-chave do cenário global. O cenário continua condicionado pelo desenvolvimento da guerra na Ucrânia e pela aplicação persistente de uma política de COVID zero na China. Ambos os eventos agravam novamente os problemas de fornecimento das cadeias de valor a nível global, fazendo subir o preço dos principais *inputs* para a indústria e o de grande parte das matérias-primas, tanto industriais como agrícolas. O resultado, taxas de inflação em máximos históricos na maioria das economias desenvolvidas e emergentes que forçam os bancos centrais a agir para ancorar as expectativas de inflação a médio prazo, apesar da deterioração verificada em alguns casos na atividade económica e nas suas perspetivas. Apenas a China, a Rússia, o Japão e a Turquia se diferenciam desta tendência monetária geral.

O BCE já está pronto para agir. Até à data, é o único banco central do G7 (exceto o Japão) que ainda não aumentou as taxas de juro oficiais, mas Lagarde deixou já claro, numa publicação no blogue do BCE, que isto poderia mudar na reunião de julho. Alguns podem questionar se este é o momento certo, considerando o aumento da incerteza e a deterioração das perspetivas de crescimento para a região. No entanto, com a inflação a registar máximos de 8,1% em maio, e sem sinais de atingir um pico, as expectativas de inflação a médio prazo precisam de ser ancoradas, visto que as consequências de não agir agora podem ser mais prejudiciais no futuro (ver o Focus «O aumento das taxas de juro na zona euro, em análise» nesta edição da *Informação Mensal*).

Aumentam os riscos para o crescimento nos próximos meses na Zona Euro. A confiança dos intervenientes desceu em março, no início da guerra na Ucrânia, antes de estabilizar em níveis baixos em abril e maio. A deterioração mais acentuada verifica-se na indústria, sendo principalmente afetada pelos estrangulamentos nas cadeias globais e pelo forte aumento dos seus custos de produção, e nas famílias, que estão muito preocupadas com a perda do poder de compra resultante do aumento da inflação. Mais resiliente, por enquanto, parece ser a confiança do setor dos serviços, o grande beneficiado pelo fim das restrições da COVID. Em suma, após um início do ano moderadamente positivo (o PIB da zona euro cresceu 0,2% em cadeia no 1T de 2021), não é possível garantir que o PIB da zona euro irá manter o ritmo no 2T de 2022. Além disso, os riscos de queda para a segunda metade do ano aumentam: depois da Rússia ter cortado o fornecimento de gás à Polónia, Bulgária, Finlândia e Países Baixos, a ameaça de estender estes cortes ao resto da Europa é mais real do que nunca. De facto, a Comissão Europeia, no seu relatório de perspetivas económicas da primavera, apresentou alguns cenários alternativos de previsões: num deles estima que, se a Rússia cortar o fornecimento de gás, o crescimento económico médio da Zona Euro em 2022 seria praticamente nulo e a inflação poderia atingir, na média do ano, quase 9,0%.

A fraqueza do PIB dos EUA no 1T de 2022 não irá alterar o roteiro da Fed. É verdade que o desempenho da economia dos EUA surpreendeu ao cair 0,4% em cadeia no 1T de 2022, mas a

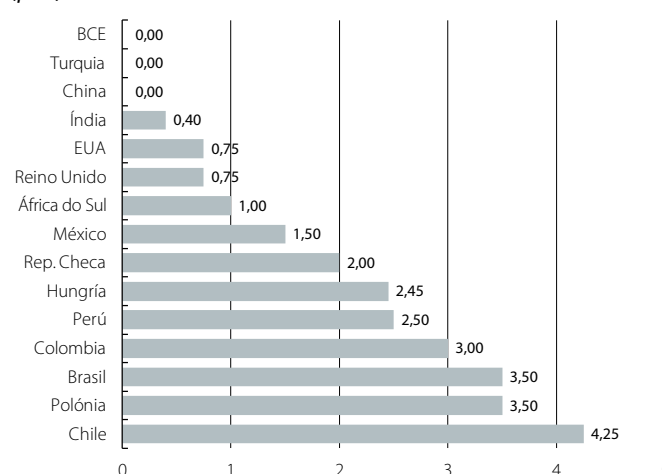
Pressões nas cadeias de fornecimento globais



Nota: A média do índice Global Supply Chain Pressure é zero.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Fed de Nova Iorque.

Global: aumentos de taxas de juro em 2022 *

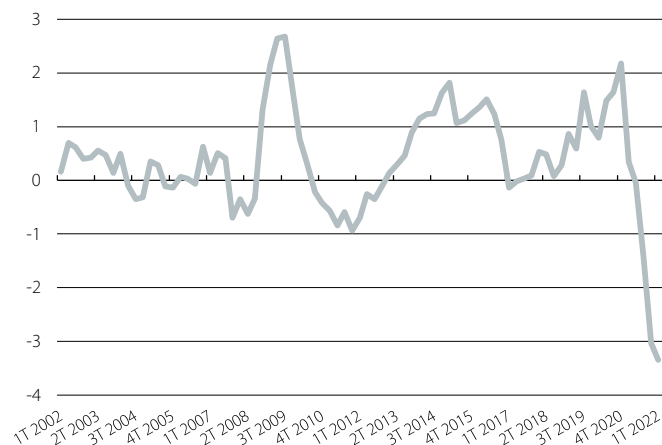


Nota: * Entre janeiro e maio.

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

Zona Euro: salários negociados deflacionados pela inflação

Variação homóloga (%)



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

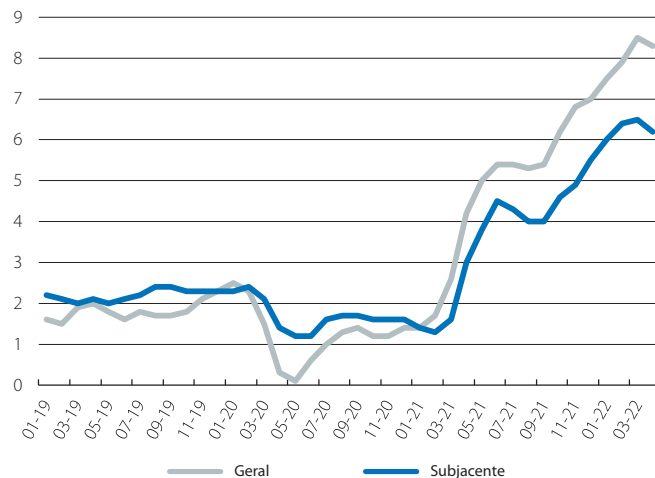
análise por componentes qualifica a leitura negativa deste resultado: a procura interna manteve o dinamismo, motivada pelo aumento do consumo privado e do investimento não habitacional. Além disso, o mercado de trabalho continua a mostrar um tom sólido: em abril foram criados 428.000 novos empregos, a taxa de desemprego manteve-se estável a um nível baixo de 3,6% e os salários tiveram um crescimento homólogo de 5,5%. Neste contexto de forte procura interna, a inflação caiu em abril, após registar máximos de 40 anos no mês anterior, embora ainda se situe em níveis muito elevados: 8,3% para a geral e 6,2% para a subjacente. Nos próximos meses, a inflação permanecerá sob bastante pressão ascendente devido ao aperto do mercado de trabalho, aos efeitos da guerra na Ucrânia e aos encerramentos na China em virtude da sua política de COVID zero. Estes fatores farão com que a inflação, embora em declínio, se mantenha em níveis elevados e não volte a rondar os 2,0% até ao final de 2023, justificando o tom claramente *hawkish* da Fed, que declarou a sua intenção de aumentar as taxas de juro acima dos níveis considerados «neutros», se necessário. Estas condições financeiras mais restritivas, a falta de acordo sobre grande parte do Plano de Biden *Build Back Better* e um início de ano mais fraco do que o esperado levam-nos a reduzir a nossa previsão de crescimento médio em 2022 para os EUA em 0,75 p. p. para 2,4%.

Início de ano desigual nas outras duas grandes economias do G7. Por um lado, o Reino Unido surpreendeu com um crescimento notável de 0,8% em cadeia (8,7% em período homólogo) no 1T de 2022, colocando a atividade 0,7% acima dos níveis pré-COVID. Este aparente bom desempenho, contudo, esconde uma forte evolução da atividade de «mais a menos» ao longo do trimestre, uma tendência que continuará durante o 2T de 2022, como antecipam as previsões de maio do Banco de Inglaterra. O Japão, por outro lado, caiu 0,2% em cadeia no 1T de 2022 (+0,2% em período homólogo), como resultado das restrições apertadas para conter os surtos da COVID-19. Assim, durante o último ano, a economia japonesa não conseguiu registar dois trimestres consecutivos com crescimento positivo.

A política de COVID zero na China tem um claro impacto na sua atividade, enquanto a guerra na Ucrânia começa a afetar a economia russa. Na China, o crescimento do PIB no 1T de 2022 superou as nossas expectativas (4,8% 2 face ao período homólogo), mas a maioria dos indicadores de atividade e comércio já mostrou um abrandamento acentuado em março e abril, compatível com uma queda do PIB no 2T de 2022. Para atenuar o impacto da sua política de COVID zero, tanto o governo como o banco central implementaram uma série de medidas de estímulo económico, embora acreditemos que não serão suficientes. De facto, a deterioração que prevemos para o 2T leva-nos a reduzir em 1 p.p. o crescimento previsto para 2022 para 3,7%, muito abaixo do objetivo de 5,5% do governo. Por sua vez, a Rússia moderou o seu crescimento homólogo no 1T de 2022 para 3,5%, após 5,0% no 4T de 2021. Trata-se de um abrandamento significativo devido à queda acentuada da atividade em março como resultado da guerra na Ucrânia. As perspetivas para a Rússia deterioraram-se substancialmente em resultado do conflito, visto que, independentemente da duração do mesmo, a economia será fortemente penalizada pelas sanções do ocidente e pela forte saída do investimento estrangeiro (por exemplo, mais de 300 multinacionais já cessaram ou limitaram a sua atividade no país). Como resultado, prevemos que o PIB russo caia 8,0% em 2022, mas os riscos estão claramente enviesados negativamente.

EUA: IPC

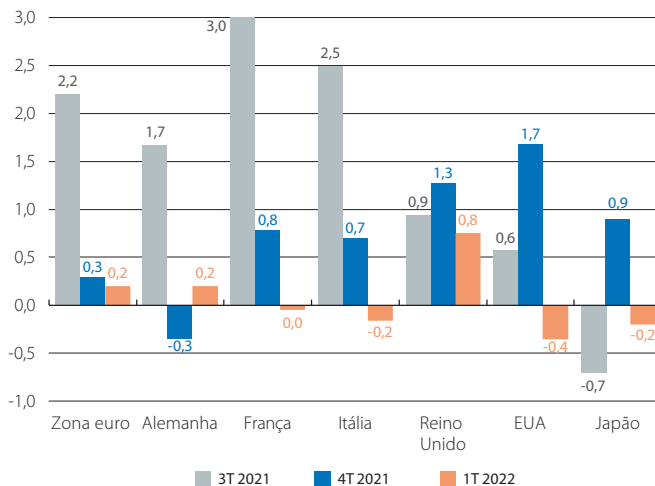
Variação homóloga (%)



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

Global: PIB

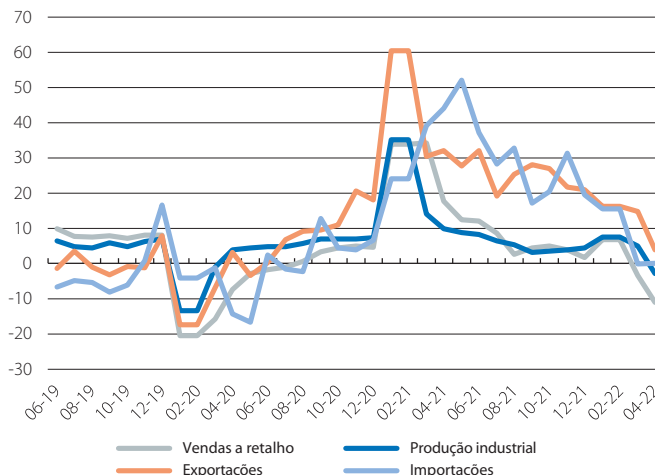
Variação em cadeia (%)



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

China: indicadores de atividade e comércio externo

Variação homóloga (%)



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

A subida de taxas de juro na zona Euro, em análise

A inflação na zona Euro continua a sofrer o impacto duplo provocado pela guerra na Ucrânia e pelo agravamento do estrangulamento económico na China devido à sua política de COVID zero. A persistência destes fatores explica que a inflação continue a bater máximos (veja-se o primeiro gráfico) e que ainda não se possam descartar números mais elevados nos próximos meses. Como tal, as previsões de inflação têm sido ajustadas em alta nos últimos meses; por exemplo, desde janeiro que a nossa previsão da inflação geral em dezembro de 2022 para a zona Euro tem vindo a ser revista em quase 5,0 p.p., até valores próximos de 6,0%.

Perante esta conjuntura, há cada vez mais pressão para que o BCE comece a subir as taxas de juros, algo que não acontece desde 2011. No entanto, no atual contexto de desaceleração económica com um leque alargado de riscos em baixa, será desejável que o BCE comece a normalizar a sua política monetária nos próximos meses? Seria melhor aguardar pela recuperação do crescimento económico?

Benefícios da subida de taxas de juros

A teoria económica diz-nos que as subidas de taxas abrandam o crescimento do consumo e do investimento e, como tal, reduzem o crescimento da procura interna, ajudando a controlar as pressões inflacionistas, bem como ancorando as expectativas de inflação no atual contexto de forte subida nos preços da energia e outras matérias-primas.

Esta fixação de previsões é fundamental para evitar que choques inflacionistas, como o atual, produzam efeitos indesejados subjacentes que intensifiquem e tornem a subida dos preços crónica. Nos últimos meses, assistimos a um importante aumento das previsões de inflação, tanto nos mercados financeiros (os *swaps* da zona Euro contabilizam inflação de cerca de 5% nos dois próximos anos), como dos consumidores e empresários, com as previsões de subidas de preços a curto e médio prazo em máximos históricos. Embora ainda não se esteja a verificar a materialização destes efeitos de segunda ordem no caso europeu, é um risco a ter em conta.¹

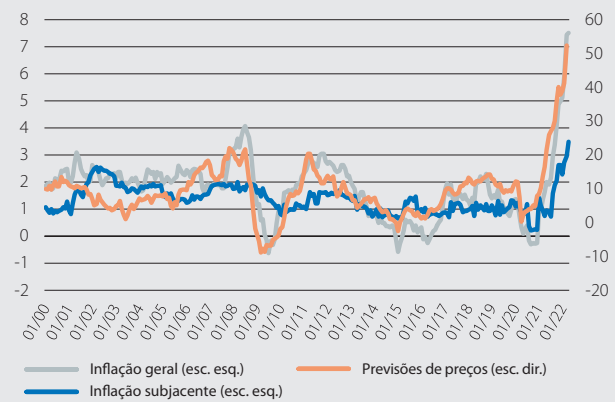
Por outro lado, há que assinalar que o relaxamento das condições monetárias na zona Euro é um processo que dura há vários anos: a implosão da crise financeira em 2008 obrigou a adotar importantes estímulos monetários para atenuar os seus efeitos, estímulos esses que tiveram inclusivamente de ser reforçados para evitar que a crise de dívida soberana de 2010 provocasse a rutura do euro.

1. Veja-se o Dossier «A resposta dos salários ao aumento da inflação» no IM05/2022.

Zona Euro: IPC e previsões de preços

Variação homóloga (%)

Balanco de respostas agregadas

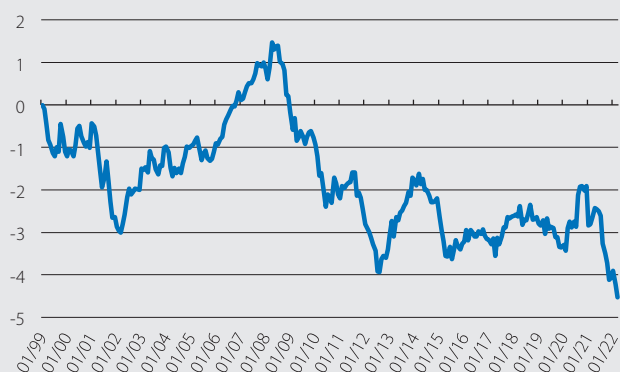


Nota: A série de balanço de respostas agregadas é calculada a partir das expectativas de preços dos consumidores e dos setores industriais, serviços e de retalho publicada pela Comissão Europeia e que abrangem a diferença entre a percentagem que antecipa subidas e a percentagem que espera descidas nos preços finais.

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

Zona Euro: índice de condições monetárias

Índice (0 = janeiro 1999)



Nota: Valores positivos e negativos mostram umas condições monetárias restritivas e acomodáticas, respetivamente.

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

De facto, o índice de condições monetárias elaboradas pela Comissão Europeia² indica que as condições atuais da política monetária são as mais flexíveis desde a criação do euro (veja-se o segundo gráfico), o que aumenta o risco de formação de bolhas em determinados mercados financeiros.³

Em relação a este aspeto, um relatório recente da European Securities and Market Authority (ESMA)⁴ evidenciou a evolução verificada pelo setor imobiliário na zona Euro

2. Este índice é calculado como média ponderada das taxas de juros reais a curto prazo e do tipo de mudança efetiva real em relação ao seu valor num período base.

3. Lembremos as consequências do rebentamento da bolha das *dot.com* no início dos anos 2000 e o das hipotecas *subprime* em 2008, que arrastaram a economia mundial para a denominada Grande Recessão.

4. Veja-se «Joint Committee Report on Risk and Vulnerabilities in the EU Financial System». Março de 2022.

desde o início da pandemia: os preços da habitação subiram quase 16%, com um comportamento muito heterogéneo por países. A ESMA também se mostra preocupada com as consequências da rápida expansão do mercado das criptomoedas. Esta preocupação faz sentido se tivermos em consideração que, embora se tenha verificado máximos de capitalização com mais de 3,2 mil milhões de dólares em novembro do ano passado, o mercado das criptomoedas sofreu já um ajustamento de 60%.

Custos da subida de taxas de juros

Já verificámos que a teoria económica estabelece que as subidas de taxas afetam negativamente a procura interna. Para calcular o impacto que a alteração das previsões das taxas de juros produziu durante os últimos meses, introduzimos no modelo do BPI Research para a zona Euro⁵ a diferença entre a curva de implícitos da Euribor a 12 meses a 13 de maio de 2022 e a 31 de dezembro de 2021, antes do assinalável ajustamento em alta nas previsões do mercado (veja-se o terceiro gráfico). A verificarem-se as previsões de mercado no contexto de taxas de juro mais elevadas, o crescimento da zona Euro poderá recuar 0,2 p.p. em 2022, 0,7 p.p. em 2023, 0,5 em 2024 e 0,2 em 2025 em relação ao nosso cenário central (veja-se o quarto gráfico). Por componentes, o impacto sobre o consumo seria semelhante ao que se produziria para o PIB, enquanto o investimento seria o componente mais afetado, já que o seu crescimento poderá recuar em 1,1 p.p. em 2023 e em 2024, e em 0,5 p.p. em 2025 em relação ao cenário central. Da sua parte, o impacto sobre a criação de emprego seria bastante mais reduzido, cerca 0,2 p.p. menos do que no cenário central como média para os próximos três anos.^{6,7}

Conclusão

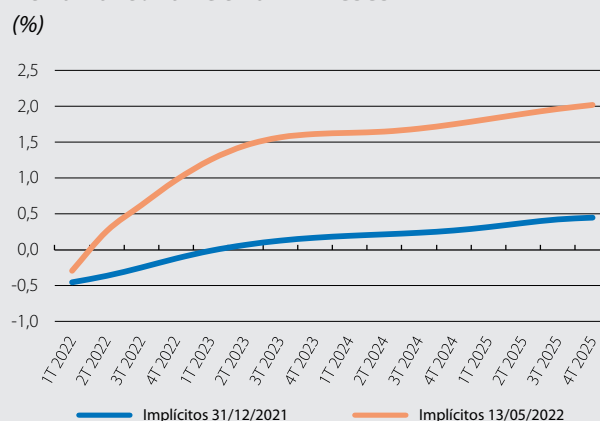
O BCE depara-se com a escolha de subir as taxas de juros, com o custo do abrandamento da procura interna, numa altura em que o endurecimento do impacto e, especial-

5. Trata-se de modelo de equilíbrio geral que a curto prazo é determinado pela procura agregada, enquanto que a longo prazo a procura e a oferta agregada se igualam. Para mais detalhe, veja-se Llorens, E. (2021). «Modelo semiestrutural de BPI Research para a zona Euro». Documento de Trabalho BPI Research 02/21.

6. A resposta das várias variáveis a um choque financeiro padrão (100 p. b. em impacto) no nosso modelo é muito semelhante à verificada nos modelos de referência. Para mais detalhe sobre estes últimos, veja-se Smets, F. e Wouters, R. (2002) «An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the euro area» e Angelini, E., *et al.* (2019) «Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area». European Central Bank Working Paper Séries.

7. Além do impacto sobre a economia real, as subidas de tipos também pressionam em alta as rendibilidades dos títulos soberanos, ou seja, os juros que os países pagam por emitir dívida. Não obstante, as rendibilidades da dívida e dos prémios de risco encontram-se, ainda, em referências bastante baixas em termos históricos. Além disso, o BCE já declarou que, uma vez cessadas as compras líquidas de ativos, poderia gerir de forma flexível os reinvestimentos dos ativos que vão vencendo e inclusive desenhar novos instrumentos para garantir que a política monetária seja corretamente implementada, o que é tranquilizador para os países com elevados rácios de dívida.

Zona Euro: Euribor a 12 meses

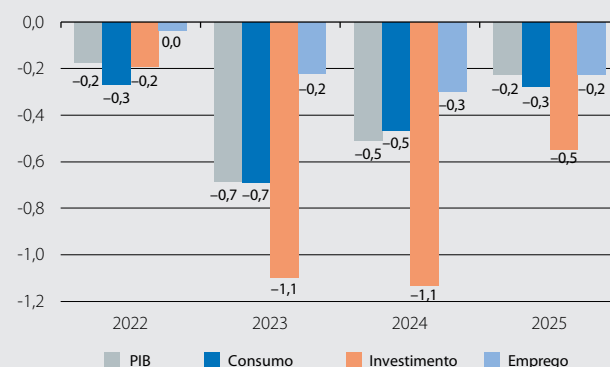


Nota: Na série de implícitos de 13 de maio de 2022, os dados até abril correspondem ao histórico de 12 meses da Euribor.

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

Zona Euro: resposta macroeconómica ao aumento nas taxas de juros

Impacto sobre o crescimento anual (p. p.)



Nota: As séries de PIB, consumo e investimento são apresentadas em termos reais.

Fonte: BPI Research, a partir do «Modelo semiestrutural do BPI Research para a zona Euro», Documento de Trabalho 02/21.

mente, das consequências da guerra na Ucrânia estão já a refletir-se na atividade da zona Euro. Há que ter em conta que, com as previsões de mercado atual, o custo em termos de crescimento económico de normalizar as taxas de juros é moderado e ainda é possível alcançar ritmos de crescimento acima dos 2,0% neste e no próximo ano.⁸ Além disso, começar a subir as taxas ajudaria a conter as previsões de inflação a médio prazo e reduziria o risco de bolhas. Esta é a leitura que o BCE parece estar de facto a fazer e tudo indica que começará a subir as taxas de juros de forma gradual nos próximos meses.⁹ De facto, não agir agora poderá implicar ter de as subir muito mais no futuro.

8. Estamos supor um cenário em que a guerra da Ucrânia não expande geograficamente e em que a Rússia não corta totalmente o fornecimento de gás à zona Euro.

9. Christine Lagarde, numa publicação no Blogue do BCE (23 de maio), comunicou que espera que as compras líquidas sob o APP terminem nos inícios do 3T, o que permitiria uma primeira subida das taxas de juros em julho e sair das taxas de juros negativas no final do 3T.

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	02/22	03/22	04/22
Atividade									
PIB real	-3,4	5,7	12,2	4,9	5,5	3,5	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,1	17,5	27,4	14,3	16,2	11,3	15,8	6,6	8,2
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	105,7	107,6	107,3
Produção industrial	-7,2	5,5	14,7	5,5	4,4	5,3	7,5	5,4	6,4
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	58,6	57,1	55,4
Habitacões iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.591	1.569	1.679	1.724	1.777	1.728	1.724
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	262	274	283	...	299	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	59,9	60,1	60,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,6	-3,7	-3,7	-4,0	-3,8	-4,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	7,9	8,5	8,3
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,4	6,5	6,2

JAPÃO

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Atividade									
PIB real	-4,6	1,7	7,4	1,2	0,4	0,2	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	35,2	32,8	33,0
Produção industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	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	2,7	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,0	-0,7	-1,0	-1,7
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	0,9	1,2	2,4
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	0,8

CHINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
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	-11,1
Produção industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	7,5	5,0	-2,9
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	50,2	49,5	47,4
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	681	605	636	681	734	698	734	744
Exportações	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	6,2	14,6	3,8
Importações	-0,6	30,1	44,1	25,4	23,6	9,8	10,6	0,0	0,0
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	0,9	1,5	2,1
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	6,3	6,3	6,4

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	02/22	03/22	04/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,8	5,5	12,7	2,5	4,2	4,8	5,2	0,8	...
Produção industrial (variação homóloga)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	-0,2	1,7	-0,8	...
Confiança do consumidor	-14,2	-7,4	-5,6	-4,2	-7,6	-13,6	-9,5	-21,5	-22,0
Sentimento económico	88,3	110,8	111,0	117,3	115,7	111,2	114,2	106,5	104,9
PMI indústrias	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	58,2	56,5	55,5
PMI serviços	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	55,5	55,6	57,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-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	6,9	6,8	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,9	3,6	3,7	3,5	3,2	3,0	3,0	2,9	...
França (% pop. ativa)	8,0	7,9	8,2	7,8	7,5	7,4	7,4	7,4	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	8,5	8,5	8,3	...
PIB real (variação homóloga)	-6,5	5,6	14,6	4,1	4,7	5,1	5,1	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,8	3,8	-	-
França (variação homóloga)	-7,9	7,2	19,2	3,0	4,9	4,5	4,5	-	-
Itália (variação homóloga)	-9,1	7,0	17,5	4,0	6,4	6,2	6,2	-	-

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

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	02/22	03/22	04/22
Balança corrente	2,1	2,6	3,2	3,2	2,6	2,0	2,3	2,0	...
Alemanha	7,1	7,4	8,1	7,9	7,4	6,7	7,2	6,7	...
França	-1,9	-0,6	-1,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,6	-0,7	...
Itália	3,8	2,4	4,1	3,6	2,4	1,5	1,8	1,5	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,6	92,7	92,9	91,0

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	02/22	03/22	04/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	2,3	1,8	3,3	4,4	4,6	4,1	5,2
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,4	4,5	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	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,2	9,3	8,7	8,2
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	-0,3	-0,3	0,4
Instrumentos negociáveis	8,1	11,4	12,2	10,2	9,2	0,0	-1,3	0,3	-0,4
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

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

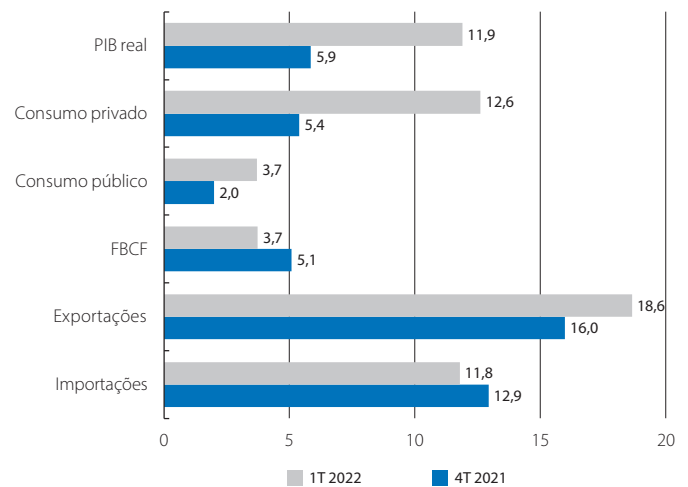
Portugal: bom arranque puxa crescimento anual para a casa dos 6%

Revisão em alta do crescimento em 2022 por incorporação do bom resultado do 1T. O INE confirmou que a economia avançou 2,6% em cadeia e 11,9% homólogo no 1T, impulsionada pelo consumo e recuperação do turismo. Assim, se o crescimento estagnasse no resto do ano, a economia crescerá 6,3% em 2022. Todavia, os sinais sugerem que a atividade continuará a expandir, ainda que a um ritmo mais lento do que no 1T, pelo que revimos a nossa previsão para o crescimento do PIB real em 2022 para 6,6% (4,2% antes). Os riscos estão razoavelmente balanceados, pois incorporam o impacto de fatores limitativos, como a permanência de estrangulamentos nas cadeias de produção (com impacto na manutenção de preços mais altos em alguns produtos), inflação mais alta durante mais tempo e o aumento das taxas de juro. Os indicadores de atividade relativos ao 2T sugerem que a economia continua a expandir, mas que entrou numa fase de mais para menos. O indicador diário de atividade sugere que a atividade cresceu acima de 7% homólogo em abril e maio, com tendência de abrandamento (2,8% nos primeiros 22 dias de maio); no entanto, a leitura não pode ser direta, dado os graus de confinamento distintos nos meses de comparação. Mas a tendência de desaceleração confirma-se pelo comportamento dos indicadores de sentimento, que diminuíram em praticamente todos os setores em maio. As maiores preocupações derivam do andamento da procura e do aumento dos preços, em todos os setores com exceção dos serviços. Neste setor a confiança, praticamente estabilizou, apesar da forte melhoria no setor do alojamento e restauração.

Inflação volta a subir em maio, para 8%. Foi neste contexto que no mês passado o BPI Research efetuou a revisão da previsão para a inflação média anual de 5,4% para 6% em 2022. Verifica-se que a inflação muito elevada (acima de 5%) se estendeu a quase metade do cabaz de compras do IPC. De facto, em abril pudemos verificar que 37 classes do cabaz de compras apresentavam taxas acima de 5% (32 em março), um número que é quase o dobro do que se registava em janeiro (19). Também a componente core da inflação registou em maio uma taxa de variação homóloga de 5,6%, o que sinaliza a possibilidade de uma maior persistência do fenómeno inflacionista. O contexto continua a ser de bastanta incerteza: por um lado, o anúncio de novo pacote de sanções com embargo quase total ao petróleo russo coloca pressão sobre o preço do crude; por outro lado, à data que escrevemos este texto fica por confirmar a abertura de um corredor marítimo para saída de cereais dos portos da Ucrânia pelo Mar Negro, e a possível acalmia nestas *commodities*.

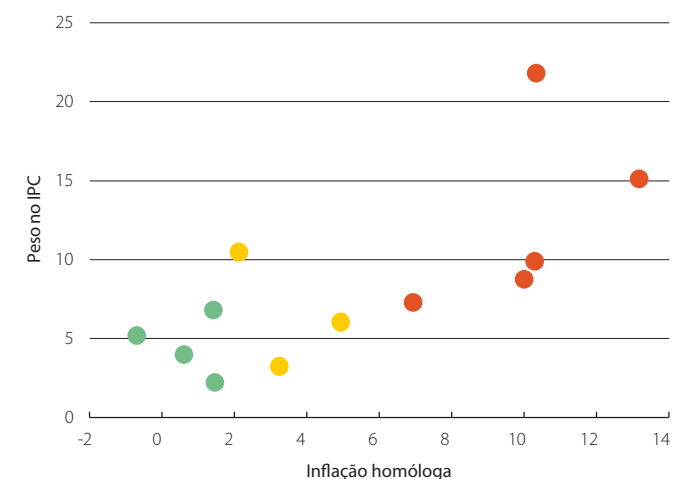
Mercado de trabalho não perde o fulgor com a guerra. O emprego continua a recuperar de forma robusta (0,4% em cadeia e 4,7% homólogo no 1T), superando largamente o registado antes da pandemia (2,4%; + 115.000 postos de trabalho do que no 4T 2019). A recuperação do emprego no pós-pandemia é explicada pelo emprego privado (1,8%, +73.000 empregos) e público (+6,1%, +42.000). Mais concretamente, o emprego público atingiu os 741.288 indivíduos, um máximo desde final de 2011 (data a partir da qual existem dados regulares

Portugal: PIB - componentes da procura Variação Homóloga (%)



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

IPC abril 2022: visão por classes de despesa



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

Portugal: emprego privado e público

(Mil Indivíduos)

(Mil Indivíduos)



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

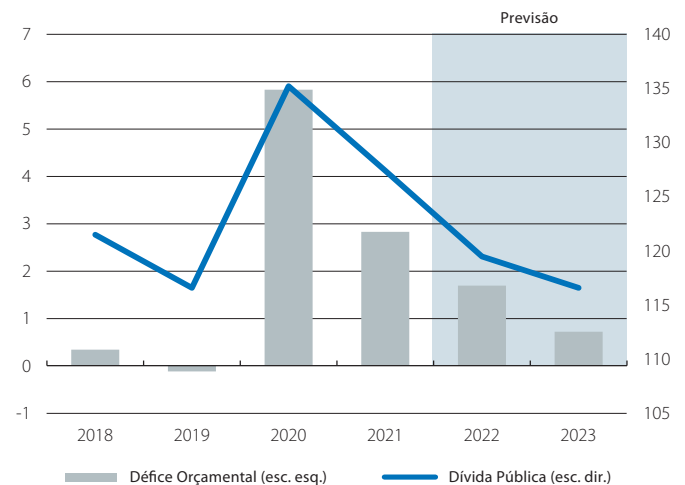
para o emprego público), o que representava 15,1% da população empregada total. Com um 1T mais positivo do que o previsto (taxa de desemprego caiu para 5,9%, face à nossa previsão de 6,4%) e a perspetiva moderada para a atividade, antecipamos que a taxa de desemprego caia para 5,9% no conjunto do ano (6,7% anteriormente), um cenário não isento de riscos e que se prendem fundamentalmente com os efeitos da guerra e de taxas de juro mais altas na economia.

A normalização da economia traz de volta a consolidação orçamental. Nos primeiros quatro meses do ano, o défice orçamental atingiu 1,0% do PIB, significativamente abaixo do registado no período homólogo (-7,2%) e do observado em 2019 (-1,8%). A melhoria face a 2021 resulta do crescimento substancial da receita (+15% homólogo), nomeadamente da receita fiscal (especialmente IVA), e da queda da despesa (-1,8% homólogo). Isto deve-se à redução dos encargos com juros e com as transferências correntes, neste caso derivado do menor impacto das medidas COVID de apoio às empresas e famílias. Depois do surpreendente défice orçamental em 2021 (-2,8% do PIB, face à previsão de -4,3%), e considerando o Orçamento de Estado para 2022 apresentado em abril, revimos recentemente em baixa a nossa previsão para o saldo orçamental para -1,7% do PIB em 2022 (-2,1% anteriormente, em contabilidade nacional). De igual modo, o rácio de dívida pública deverá cair para 119,5% do PIB (127,4% em 2021), atingindo o valor pré-pandemia no próximo ano (116,6%). Riscos para este cenário relacionam-se sobretudo com a atividade económica e com o aumento das despesas rígidas (vide evolução emprego público).

Sector turístico exuberante em abril. O número de hóspedes e de dormidas foi superior em 1,6% e 1,1%, respetivamente, face ao período homólogo anterior à pandemia pela primeira vez desde o aparecimento da COVID-19. O 1T 2022 tinha fechado com -19% ao nível do número de hóspedes e de dormidas comparativamente ao trimestre homólogo de 2019, mas estes últimos dados abrem perspectivas muito positivas para aqueles que são os meses mais fortes do turismo português. Em paralelo, os últimos dados da *European Travel Commission* (já após início da guerra na Ucrânia) indicam uma intenção para viajar em férias em 2022 acima dos 80% por parte dos cidadãos de importantes mercados emissores (Espanha, Alemanha e Reino Unido, por exemplo). As pressões inflacionistas, o preço do *jet fuel* e a falta de pessoal reportada por algumas cadeias hoteleiras continuam a ser os principais riscos no horizonte.

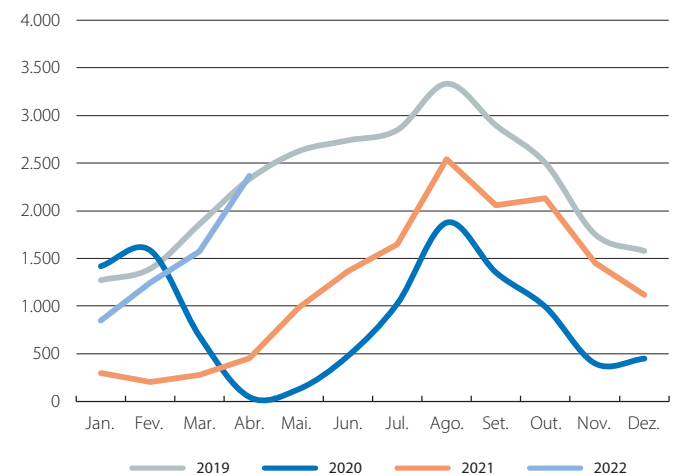
Revisão em alta da previsão para os preços do imobiliário residencial. Apesar do índice de preços residenciais do INE para o 1T 2022 à data em que escrevemos ainda não ter sido divulgado, revimos em alta a nossa previsão para os preços das casas em 2022 (de 7,1% para 7,7%). Os dados disponíveis apontam neste sentido: o Índice de Preços Residenciais da Confidencial Imobiliário aumentou 17% homólogo no 1T, que continuou em abril (17,5%); os dados da avaliação bancária no âmbito de crédito à habitação em abril também aceleraram para 13% homólogo (resultando em um valor mediano de 1.356 euros/m²). Não obstante a confiança dos agentes deste mercado estar acima do nível pré-pandemia, acreditamos numa segunda metade do ano mais moderada, resultado das pressões inflacionistas nos orçamentos familiares e do contexto de subida das taxas de juro de referência.

Portugal: défice orçamental e dívida pública (% PIB)



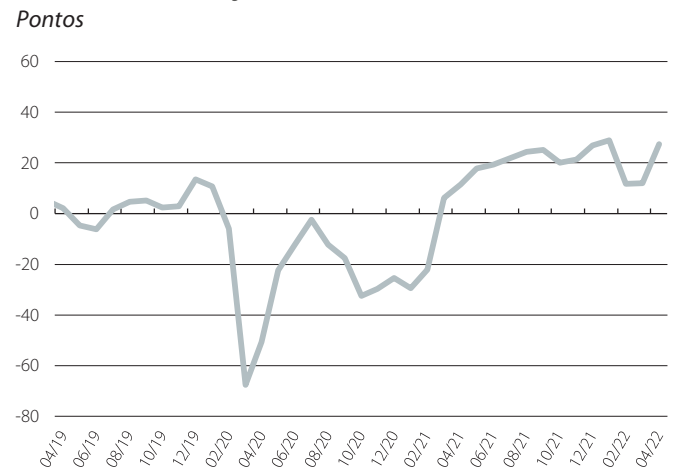
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Portugal: número de hóspedes (Milhares)



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

Índice de confiança no mercado imobiliário



Fonte: BPI Research, com base em dados da Confidencial Imobiliário. O índice de confiança é uma média entre o saldo líquido de respostas acerca de preços e vendas.

Inflação alta: um fardo desigual?

Desde 2013 que a inflação média anual na zona euro se situa abaixo de 2%, e, por isso, compatível com o mandato do BCE para manutenção da estabilidade de preços. Durante vários anos adormecido, o tema da inflação voltou agora a dominar manchetes e a fazer notícia – pelos sucessivos aumentos e as esperadas consequências na política monetária. A partir de julho de 2021, a inflação mensal medida em termos homólogos tem vindo a superar os 2% e em crescendo chegou no último abril aos 7,5%. Embora inicialmente a um ritmo bastante mais moderado, Portugal acompanhou a tendência e em abril a inflação medida pelo IPC registou um valor homólogo de 7,2%, o mais elevado desde março de 1993. De assinalar também uma maior proximidade entre a inflação global e a inflação subjacente do que o que se verifica na zona euro, sinalizando que a componente energética contaminou mais rapidamente as outras classes.

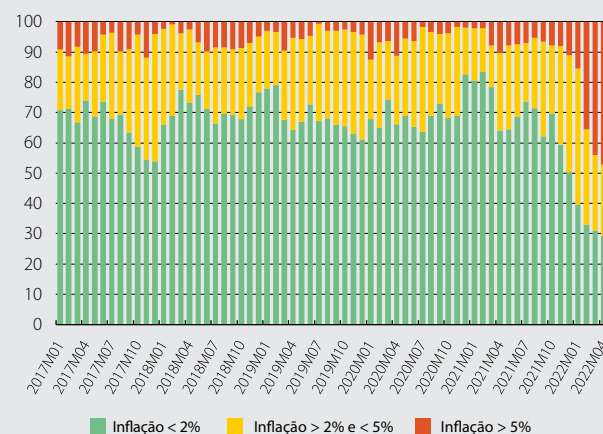
Se em janeiro de 2021 apenas 19% das categorias que compõem o cabaz de preços registavam aumentos de preços acima de 2%, em abril deste ano esse valor passou para 71% do cabaz, e 47% das categorias estão mesmo acima de 5%. A inflação na componente de Produtos Alimentares que em janeiro do ano passado se situava em 1%, atingiu no último abril uns expressivos 10,25%. É importante sublinhar as subidas das componentes de bens e serviços essenciais pois são produtos em que a procura é mais inelástica, significando isto que a variação percentual do seu preço corresponde uma variação percentual inferior na quantidade procurada desse bem ou serviço. Posto em termos mais simples: podemos adiar a aquisição de um bem duradouro, fazer menos férias no estrangeiro ou não assistir a um espetáculo; mas é difícil reduzir ou adiar o consumo de alimentação ou o aquecimento da nossa habitação.

O alastrar da inflação alta pelo cabaz torna cada vez mais difícil ficar «imune» às subidas de preços, mas de acordo com o tipo de consumidor que sejamos, mais concretamente, de acordo com o valor do rendimento, variam os pesos que as diferentes categorias do cabaz de consumo têm nos gastos do agregado familiar. Dados do Eurostat¹ revelam que em Portugal as famílias com rendimentos mais baixos (1º quintil) alocam 18,3% das suas despesas aos Produtos Alimentares enquanto que as famílias de rendimentos mais elevados (5º quintil), apenas 11,6%. Esta confirmação empírica da «velha» Lei de Engels aplica-se também a outros bens e serviços essenciais como sejam a categoria da Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis. Nesta, as famílias de rendimentos mais bai-

1. Os dados sobre a distribuição do consumo por quintil de rendimento são provenientes do «Household Budget Survey» de 2015.

Semáforo da inflação

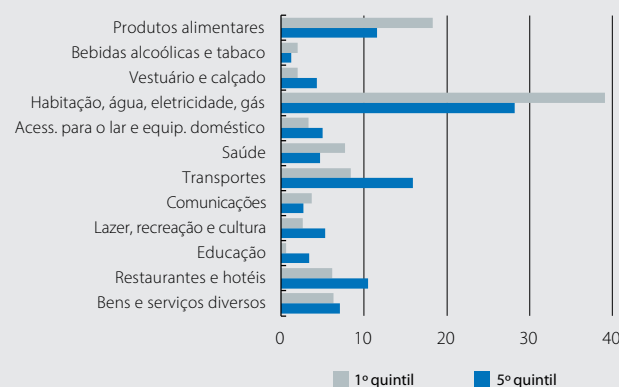
Em % do cabaz de preços



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

Estrutura de gastos de consumo por quintil de rendimento

Em % dos gastos totais



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

Desigualdade de inflação entre os agregados de rendimentos mais baixos e mais altos

Em pontos percentuais (pp)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat e do INE.

xo alocam 39,1% das suas despesas e as de rendimentos mais elevados apenas 28,2%.

Naturalmente, a diferentes padrões de consumo irão corresponder diferentes impactos do aumento dos preços originando aquilo que se designa por *inflation inequality*, «desigualdade da inflação». Com base nos dados do INE e do Eurostat² calculámos duas medidas de *inflation inequality*,³ focando-nos no índice como um todo mas também nos bens e serviços essenciais e com procura mais rígida (através da soma da componente da Alimentação, com a componente da Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis). Como é possível verificar, durante praticamente todo o ano do eclodir da pandemia e até meados de 2021 ocorreu «desigualdade da inflação» na globalidade do índice, significando que os agregados de menor rendimento foram mais afetados pela inflação, com esta métrica a atingir o valor de 0,6 pp em novembro de 2020. De facto, a inflação média anual em 2020 foi de -0,01%, mas para os agregados de menores rendimentos ela foi efetivamente de 0,3% e para os de maiores rendimentos de -0,1%, decorrendo isto de os preços durante esse ano se terem reduzido em componentes nas quais os agregados de maiores rendimentos despendem uma maior fatia do seu orçamento, como sejam o Vestuário e calçado, Lazer e cultura, Educação, etc. A «desigualdade da inflação» em termos globais reduz-se a partir de julho de 2021 e até março de 2022, o que seria de esperar pelo já mencionado alastrar de inflação alta à maior parte do cabaz. Contudo, agrava-se fortemente quando falamos apenas de bens e serviços essenciais atingindo em abril último os 1,8 pp.

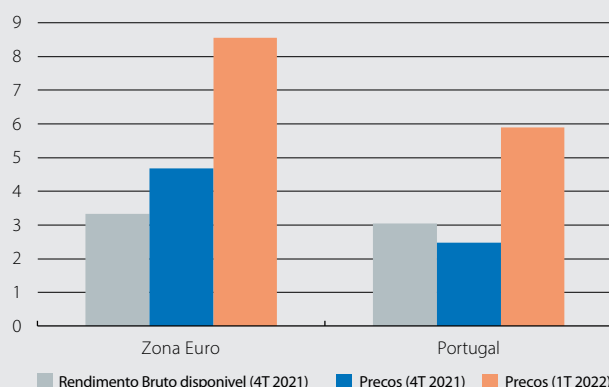
Esta é a face mais preocupante da *inflation inequality*. Os agregados de maior rendimento conseguem suavizar o efeito do aumento de preços pela via da redução e adiamento do consumo ou pela via do recurso a poupanças. Quando falamos de «desigualdade da inflação» nos bens essenciais, a consequência pode ser um acentuar de carências básicas e redução drástica do rendimento líquido disponível após satisfação de necessidades elementares. Acresce o facto dos nossos cálculos terem sido efetuados com pesos no cabaz de compras reportando a 2015, existindo a possibilidade real de alteração dos padrões de consumo após a pandemia se ter consubstanciado em um aumento do peso dos gastos em bens essenciais por parte dos agregados de rendimentos mais baixos. Isto é especialmente preocupante se tivermos em conta o contexto atual, em que o rendimento dos agregados familiares após a crise Covid recuperou, mas não consegue acompanhar o aumento do custo de vida.

2. Do INE, inflação homóloga por componentes medida pelo IPC (Índice de Preços no Consumidor). Do Eurostat, ver nota 1.

3. A forma de cálculo utilizada é a mesma indicada no documento Claey, G. and L. Guetta-Jeanrenaud (2022). « Who is suffering most from rising inflation? ». Bruegel Blog, 1 de fevereiro.

Rendimento bruto disponível e preços

Em % de variação versus T4 2019



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

O fenómeno parece não ter passado ao lado dos responsáveis políticos, e, no orçamento do estado para 2022 foram inscritas medidas para responder ao impacto do aumento do preço dos bens essenciais. Entre elas, destacam-se um vale de apoio de 60 euros às famílias mais vulneráveis para compensar o aumento de preço do cabaz alimentar (medida que o governo prevê chegar a mais de 800 mil agregados familiares); e, a atribuição de um subsídio de 10 euros para aquisição de botijas de gás, durante três meses. Também será esperado que as medidas especificamente direcionadas à atividade agrícola, como a isenção de IVA nas rações e fertilizantes, apoiem não só os produtores, mas de alguma forma atenuem o aumento de preço dos bens alimentares na chegada ao consumidor. Confirmando-se a transitoriedade da inflação, estas medidas de caráter pontual, ou de muito curto horizonte temporal, podem mitigar o efeito nefasto do aumento de preços.⁴

4. De acordo com o Eurostat, o ponto de corte dos rendimentos do 1º quintil em Portugal é de 6.967 eur/ano. Os apoios diretos inscritos no OE somam 90 eur por agregado familiar. Na prática, em termos anuais, isto corresponderia a um aumento mensal de rendimentos de 1,29%.

Como pode o aumento das taxas de juro afetar o orçamento das famílias em Portugal?

O recente aumento das pressões inflacionistas na Zona Euro contribuiu para uma mudança significativa na política monetária do BCE. Se, no início do ano, esperávamos que o primeiro aumento das taxas de juro oficiais ocorresse no final de 2023, agora a probabilidade dessa subida acontecer nos próximos meses é elevada. A mudança de discurso do BCE prende-se com o receio de que haja um desajustamento das expectativas de inflação a médio e longo prazo.

As expectativas de subida das taxas oficiais já contagiaram o mercado interbancário; por exemplo, em meados de abril, a Euribor a 12 meses voltou a registar valores positivos, depois de seis anos em terreno negativo. Os valores registados no início de maio (superior a +0,20%) representam um aumento expressivo face ao mínimo registado em 2021 (-0,49% em média no ano) e equiparam-se aos valores registados no início de 2015. Os mercados financeiros antecipam que esta tendência deverá manter-se nos próximos meses (ver o primeiro gráfico).

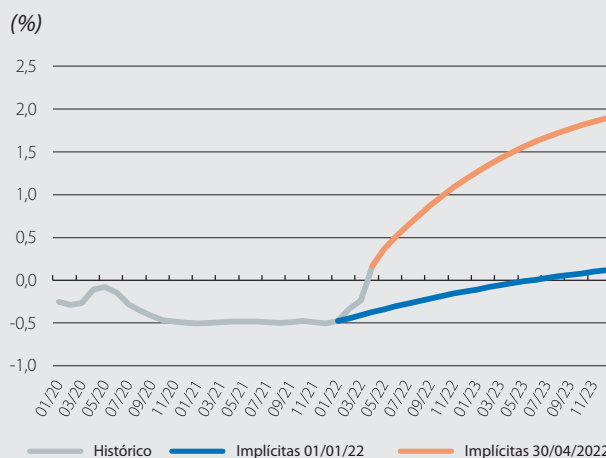
Este comportamento das taxas de juro também já se faz notar no mercado de crédito à habitação em Portugal; mais concretamente, a taxa de juro média das novas operações de crédito à habitação aumentou para 1,03% em março, face a 0,81% no início do ano.

Os desenvolvimentos no mercado de crédito são importantes para o dia-a-dia das famílias portuguesas; de facto, cerca de 68% do endividamento das famílias diz respeito a crédito à habitação, o que representa cerca de 66% do rendimento disponível bruto. Desde meados de 2020 que o endividamento das famílias para compra de casa tem vindo a aumentar, contrariamente ao que vinha a ser registado nos anos anteriores, terminando em 2021 acima dos níveis pré-pandemia em quase 5%, mas, ainda assim, claramente abaixo do máximo observado no final de 2010 (-20%, ou seja, -25.000 milhões de euros).

Neste contexto, a evolução das taxas de juro assume um papel muito relevante para quem tem ou pretende vir a ter crédito à habitação. No caso português é particularmente importante, porque a larga maioria dos contratos continuam a ser feitos com taxa de juro variável (ao contrário do resto da Europa): em 2020, mais de 93% dos contratos vigentes era a taxa variável, o que representava quase 92% do montante do saldo em dívida; nesse ano, mais de 82% do número de novos contratos e do montante das novas operações foram a taxa variável¹ e os principais in-

1. Na Zona Euro, cerca de 16% do montante de novas operações de crédito à habitação foram a taxa variável em 2020. Para mais informações, ver Banco de Portugal (2021). «Relatório de acompanhamento dos mercados bancários de retalho 2020».

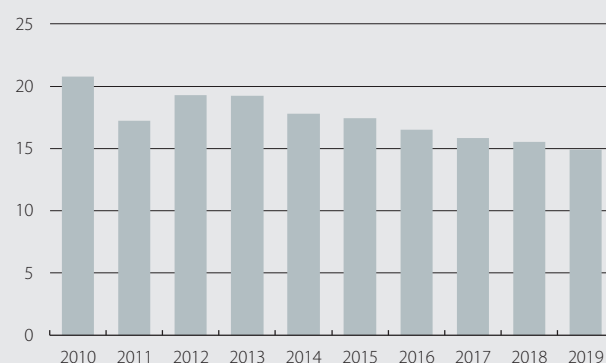
Euribor 12 meses



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Bloomberg.

Mediana dos encargos com o crédito à habitação *

Em percentagem do rendimento disponível (%)



Nota: * Inclui amortização de capital e pagamento de juros.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE.

dexantes eram a Euribor a 6 e 12 meses.² De facto, o prolongar do período de taxas de juro negativas fez com que os bancos passassem a conceder novos empréstimos à habitação usando como indexante a Euribor a 12 meses.³

Ao mesmo tempo, o capital médio em dívida tem vindo a aumentar, o que, juntamente com as restrições à maturidade máxima dos novos contratos, aponta para um aumento dos custos mensais com a habitação. De facto,

2. Mais concretamente, e de acordo com a fonte da nota 1, dos contratos vigentes em 2020, 41,6% tinham como indexante a Euribor a 6 meses, 32,1% tinham a Euribor a 3 meses e 24,5% a Euribor a 12 meses. No entanto, considerando o montante em dívida, a Euribor a 12 meses tinha maior preponderância do que a Euribor a 3 e 6 meses (37,4%, 30,7% e 30,9%, respetivamente).

3. Dos contratos celebrados em 2020, cerca de 74% (em número e montante) tinham como indexante a Euribor a 12 meses e cerca de 25% tinham como indexante a Euribor a 6 meses.

em março, os contratos celebrados nos últimos 3 meses tinham um capital médio em dívida superior a 123.000 euros, o que compara com 103.000 euros no final de 2019, uma trajetória que tende a acompanhar a própria evolução dos preços das casas.⁴

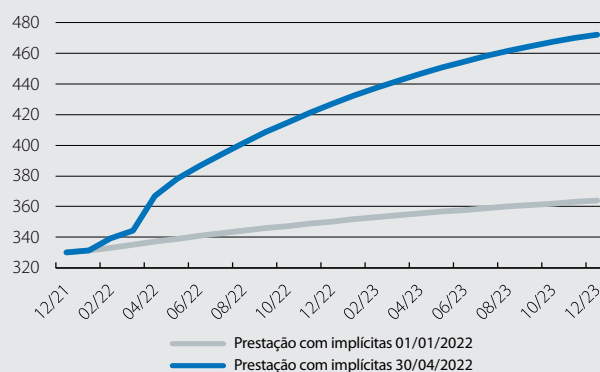
Ao mesmo tempo, um indivíduo proprietário de um imóvel com recurso a crédito à habitação despende cerca de 15% do rendimento disponível para os encargos com o crédito (ver segundo gráfico).⁵ De igual forma, cerca de 18% das despesas das famílias dizem respeito a gastos com habitação.⁶

Perante todos estes fatores, não restam dúvidas de que a evolução das taxas de juro tem um impacto significativo nos orçamentos familiares. Esse facto é evidente no terceiro gráfico, onde estimamos como pode evoluir a prestação mensal de um crédito à habitação de 120.000 euros, a 33 anos e de acordo com as taxas implícitas do mercado para a Euribor a 12 meses.⁷ Os mercados financeiros estão a antecipar que a Euribor a 12 meses atinja os 1,18% no final de 2022 e 1,90% no final de 2023, o que compara com os -0,50% no final de 2021. Se as projeções implícitas no mercado se confirmarem, isto implica que um mutuário com um crédito à habitação com estas características vá pagar mais 100 euros no final deste ano face ao final de 2021, e que no final de 2023 esteja a pagar mais 140 euros face a dezembro de 2021. Isto contrasta significativamente com o que seria de esperar com as expectativas do mercado no início de 2022: o aumento no final de 2022 neste caso deveria rondar os 20 euros mensais, e, no final de 2023, seria de cerca de 35 euros.

Com a reviravolta nas expectativas de subida das taxas de juro por parte do BCE, a recente alteração da medida macroprudencial relativa à maturidade máxima e à sua dependência da idade do mutuário,⁸ a expectativa de que os preços das casas continuem a subir e crescimento significativo dos preços dos bens alimentares e combustíveis, é possível que a procura de habitação arrefeça ligeiramente nos próximos tempos e que os orçamentos das famílias fiquem mais pressionados.

Prestação mensal de um crédito de 120.000 euros, mediante a evolução da Euribor 12M

(Euros)



Nota: * Assumindo um crédito de 120.000 euros, a 33 anos, spread de 1%, e implícitas do mercado para a Euribor 12M em 01/01/2022 e 30/04/2022.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Bloomberg e INE.

4. O capital médio em dívida aumentou cerca de 20% face ao final de 2019 enquanto os preços das casas aumentaram cerca de 24% (fonte: INE e Confidencial Imobiliário).

5. Gasto mediano com crédito à habitação (juros e amortização) em percentagem do rendimento disponível. Dados de 2019 (OCDE).

6. Inclui também os gastos com água, eletricidade e gás. Dados de 2019 (OCDE).

7. Taxas implícitas de final de abril. Assumiu-se um *spread* de 1%.

8. A maturidade máxima para mutuários com idade até 30 anos é de 40 anos, reduzindo para 37 anos para os indivíduos com idade entre os 30 e os 35 anos e de 35 anos para indivíduos com mais de 35 anos de idade.

Em Portugal, a inflação absorve a poupança acumulada durante a pandemia

A pandemia criou uma almofada de poupança que irá ajudar as famílias a enfrentarem o aumento de inflação que os estrangulamentos do lado da oferta, agravados pelo conflito na Ucrânia, trouxeram.

Em 2021, a taxa de poupança foi de 10,9%, menos do que os 12,7% de 2020, mas ainda 3,7 p.p. acima dos 7,2% de 2019. Em valor, a poupança das famílias situava-se nos 16,650 milhões de euros no final de 2021, menos 2 mil milhões do que em 2020, mas ainda 6 mil milhões acima dos 10,7 mil milhões de 2019.

O crescimento mais forte do consumo nominal do que do rendimento disponível explica a diminuição da poupança em 2021. Com efeito, enquanto o consumo aumentou 4,8%, o rendimento disponível só cresceu 3,2%. Em 2022, este movimento intensificar-se-á, na medida em que se espera que o consumo nominal cresça em torno dos 8%-9%, motivado pelo aumento da inflação para níveis superiores a 5% e, talvez, ainda algumas réstias de despesas suspensas durante os confinamentos e que ainda não foram repostas; enquanto que o rendimento disponível deverá continuar a crescer em torno de 3,5%. Neste contexto, a taxa de poupança poderá cair para níveis entre os 5%-7%.

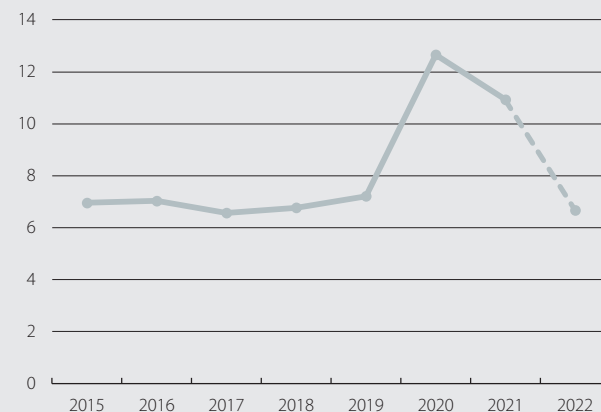
O nosso cenário base, aponta para que no final deste ano a taxa de poupança se situe mais próximo do limite superior do intervalo, na medida em que o aumento da poupança, embora tenha sido transversal a todas as classes de rendimento¹ se concentrou nas classes de rendimento mais elevado, que habitualmente têm maior capacidade de poupança e menor propensão para consumir. Adicionalmente, o ambiente de maior incerteza que se vive por causa da guerra na Ucrânia poderá gerar comportamentos mais cautelosos, contribuindo para uma redução menos acentuada da poupança.

Contudo, o retorno da taxa de poupança a níveis próximos de 7%, significa que as poupanças acumuladas durante a pandemia irão ser totalmente absorvidas pelo aumento da inflação, naturalmente afetando mais as famílias de mais baixos rendimentos, cuja acumulação de poupanças durante a pandemia foi mais reduzida.

1. O Inquérito à Situação Financeira das Famílias (ISFF) de 2020, cujos dados foram recolhidos entre outubro de 2020 e fevereiro de 2021 refere que em 2020, a percentagem de famílias que pouparam mais do que o habitual apresenta um perfil crescente com o rendimento, mais acentuado face ao anterior inquérito realizado em 2017. No primeiro quintil do rendimento 3% das famílias declararam ter poupado mais do que o habitual (2% em 2017), no segundo 6% (3%), no terceiro 9% (3%), no quarto 16% (6%) e no último quintil 22% (8% em 2017).

Portugal: taxa de poupança

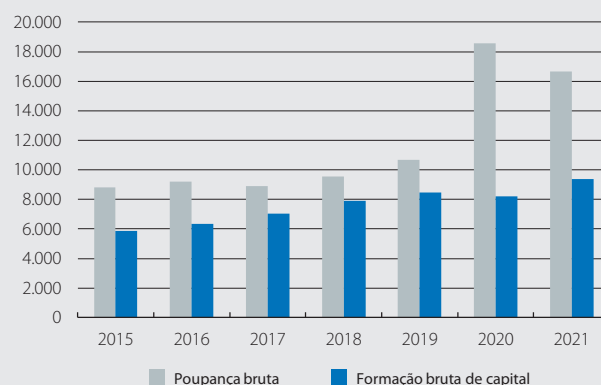
% rendimento disponível



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

Portugal: poupança e investimento das famílias

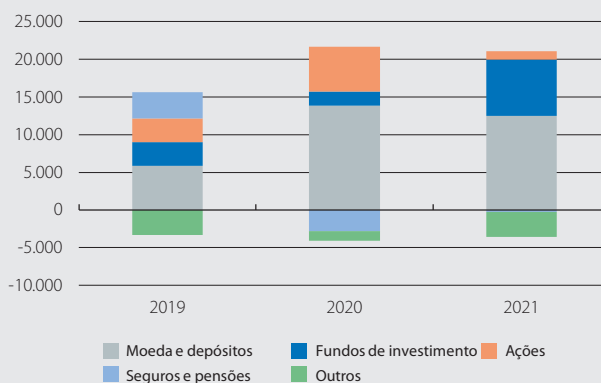
(Milhões de euros)



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

Portugal: variação do património financeiro das famílias

(Milhões de euros)



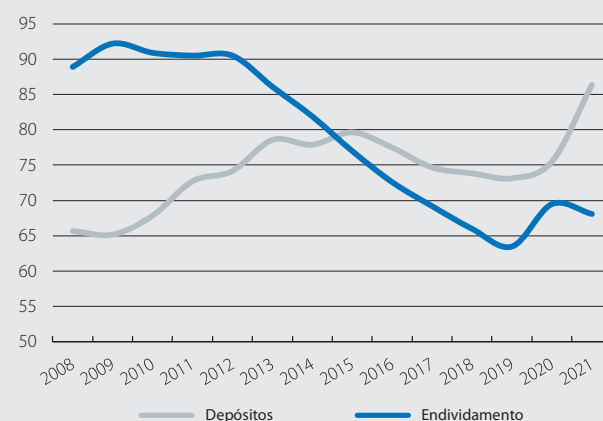
Fonte: BPI research, com base em dados do Banco de Portugal.

Entretanto, a capacidade de financiamento das famílias diminuiu em 2021, cerca de 3 mil milhões de euros para 9,3 mil milhões, um nível ainda muito superior aos cerca de 4 mil milhões observados nos anos pré-pandemia. O contexto de baixas taxas de rentabilidade dos depósitos, de condições financeiras favoráveis e de acumulação de poupança, favoreceu o investimento em habitação justificando a queda da capacidade de financiamento das famílias. Com efeito, em 2021 foram transacionadas mais de 39 mil casas, movimentando 7 mil milhões de euros, mais 2 mil milhões do que em 2020.

Pela positiva destaca-se o facto de no ano passado terem aumentado os ativos financeiros das famílias. Destes destaca-se o aumento dos depósitos em cerca de 11 mil milhões de euros para 173 mil milhões, mais 6,8% do que em 2020; e das aplicações em fundos de investimento que registraram um aumento de 7,5 mil milhões de euros para 29,7 mil milhões de euros. Por sua vez, o endividamento aumentou 4,9 mil milhões, para 144 mil milhões, mais 3,5% do que em 2022. Em resumo, o património financeiro líquido das famílias aumentou cerca de 14 mil milhões de euros, para 297 mil milhões, equivalente a 140,3% do PIB.

Em suma, as poupanças acumuladas durante a pandemia e os balanços das famílias, mais equilibrados, ajudarão a enfrentar a inflação exceccionalmente elevada.

Portugal: depósitos e endividamento das famílias (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BdP e Eurostat.

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	03/22	04/22	05/22
Índice coincidente para a atividade	-5,5	3,1	2,8	5,3	6,1	7,0	7,1	7,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	25,0	-4,7	-1,5	-2,3	0,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-0,7	-0,9	-3,0
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	12,6	-28,7	-0,9	-7,2	40,0	-8,2	...	...
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	12,1	13,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-74,2	-38,7	52,0	259,3	259,3	304,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-21,6	-2,9	-9,9	5,5	11,9	9,5	8,8	14,6	...
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	16,5	3,1	7,3	12,7	9,9	6,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,8	4,9	7,5	7,3	6,4	5,9	5,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-17,3	-13,6	-13,5	-19,3	-22,1	-27,2	-32,4
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,5	4,7	3,1	4,7	4,0	3,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,7	6,1	6,3	5,9	5,8	5,8	...
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	03/22	04/22	05/22
Inflação global	0,0	1,3	0,8	1,5	2,4	4,3	5,3	7,2	8,0
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,2	0,9	1,5	3,1	3,8	5,0	5,6

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	03/22	04/22	05/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,2	9,5	13,4	18,2	21,4	21,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	21,4	1,8	10,3	21,4	33,4	33,4	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,4	-1,6	-1,9	-2,4	-3,7	-3,7	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,6	-4,1	-4,4	-5,6	-6,9	-6,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,7	3,2	2,5	2,5	3,2	3,2	3,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	0,0	1,4	0,6	1,5	1,4	-0,4	-0,4	...	...

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	03/22	04/22	05/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,6	8,7	9,3	8,9	8,9	8,9	...
À vista e poupança	18,8	16,3	15,3	15,5	16,3	15,3	15,3	14,9	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-15,0	-5,2	-4,1	9,8	9,8	-2,0	...
TOTAL	8,9	9,0	7,7	8,2	9,0	8,9	8,9	8,6	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	4,4	4,2	2,9	2,8	2,8	2,7	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	7,2	5,8	2,2	1,2	1,2	1,0	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	2,6	3,3	3,3	3,0	3,0	3,0	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,0	3,2	3,1	6,4	6,4	6,4	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	4,5	4,1	3,8	5,3	5,3	4,1	...
TOTAL	4,2	2,9	4,4	4,2	2,9	2,8	2,8	2,7	...
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.

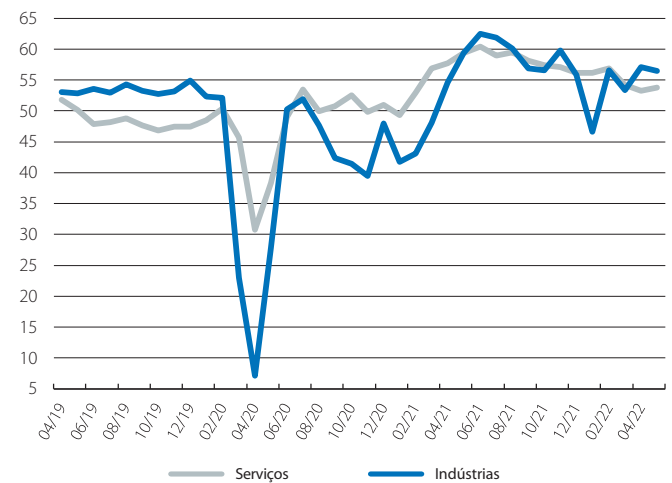
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.

Espanha: uma conjuntura complexa, com luzes e sombras

A economia espanhola mostra maior resiliência do que o esperado no terceiro mês desde o início da guerra, mas o balanço dos riscos apresenta-se em baixa. Passaram três meses desde o início da guerra e temos agora um volume considerável de dados posteriores à invasão que nos permitem avaliar o impacto do conflito na nossa economia. O choque da guerra está a ter repercussões assimétricas na economia. Do lado da oferta, o setor dos serviços, liderado pelos setores associados ao turismo, continua a beneficiar do recuo da pandemia e encontra-se numa trajetória de recuperação bastante notável. Em contrapartida, o setor agrícola e vários ramos do setor industrial –que estão mais expostos ao aumento dos preços da energia, dos alimentos e dos metais– estão a sofrer mais as consequências do conflito. Os índices PMI para o setor das indústrias e dos serviços refletem estas assimetrias: em maio, o índice PMI para o setor dos serviços subiu para 56,5 pontos, muito acima da média de 52,2 pontos no 1T 2022, enquanto o indicador homólogo para o setor das indústrias permaneceu a um nível controlado de 53,8 pontos (55,8 no 1T 2022). Do ponto de vista da procura, aumentam as preocupações relativamente ao aumento da inflação e ao impacto que possa ter no consumo privado. Em suma, o quadro de indicadores mostra que, por enquanto, a economia espanhola está a resistir à tempestade com sucesso. Após a deterioração dos indicadores em março, a maioria deles estabilizou em abril, como é o caso do indicador de confiança do consumidor publicado pela Comissão Europeia; ou recuperou, como é o caso das vendas a retalho, que após uma queda de 4,3% em termos homólogos em março, recuperaram 5,3% em abril. No entanto, importa referir que o equilíbrio dos riscos apresenta uma tendência claramente em baixa. Na atual conjuntura, que está a ser marcada pelo conflito bélico, os riscos na esfera geopolítica aumentaram e as consequências que estes podem ter sobre a atividade económica são potencialmente elevadas.

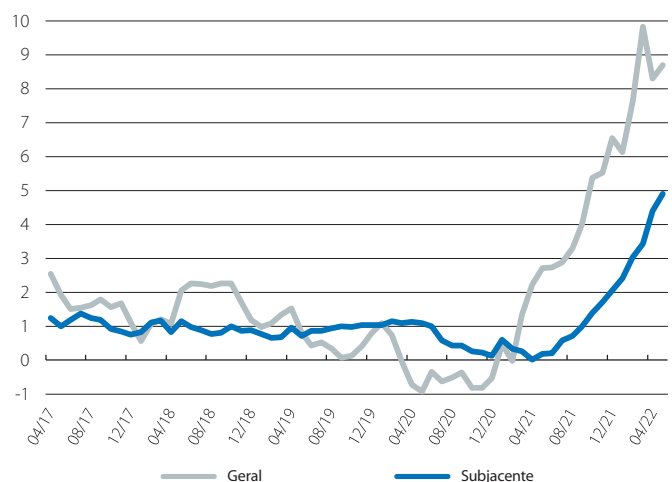
O pico da inflação parece ter ficado para trás, mas a inflação subjacente acelerou. O elevado nível da inflação é uma das sombras na atual conjuntura. Após atingir um máximo de 9,8% em março, a inflação geral moderou-se para 8,3% em abril, mas aumentou para 8,7% em maio. Nos próximos meses, a inflação poderá permanecer abaixo do máximo registado em março, visto que a componente elétrica, uma das principais responsáveis pelo aumento da inflação em 2021, irá empurrar a inflação para baixo: nos próximos meses, o preço da eletricidade já poderá ser comparado aos meses de 2021, nos quais o preço da eletricidade tinha já começado a subir. No entanto, apesar do desaparecimento gradual do impacto do aumento do preço da eletricidade, o aumento do custo da energia começa a ser transferido para o resto do cabaz de bens. Para além deste efeito de contágio, o preço dos alimentos subiu como consequência do conflito bélico. Assim, enquanto a inflação geral foi moderada, a subjacente, que exclui a energia e os alimentos

Espanha: PMI Nível



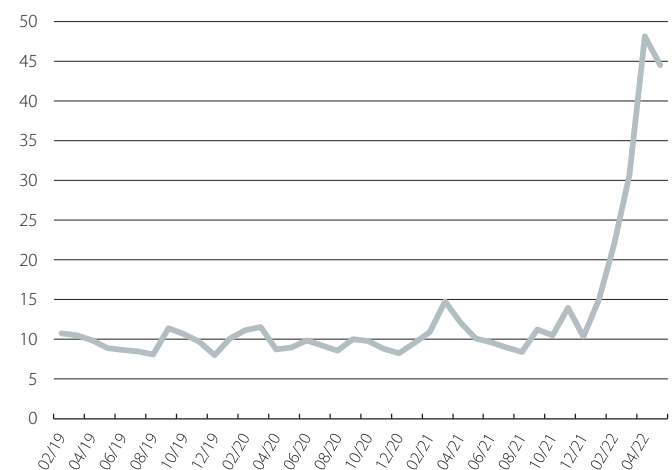
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Markit.

Espanha: IPC Variação homóloga (%)



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

Espanha: contratos sem termo registados (% sobre o total de registados no mês)



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

não processados, aumentou 1,5 p.p. em apenas dois meses para 4,9% em maio, o nível mais elevado desde 1995.

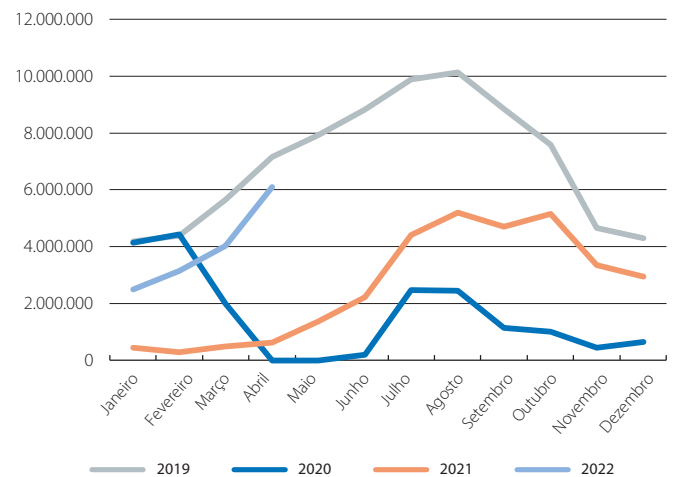
O emprego continua a crescer, motivado pela recuperação do setor dos serviços. Apesar das dificuldades que atravessam os setores agroalimentar e industrial na atual conjuntura, a criação de emprego mantém-se muito dinâmica graças à recuperação do setor dos serviços. Em maio, as inscrições na Segurança Social aumentaram em 33.366 trabalhadores em termos ajustados de sazonalidade, o mesmo registo que o mês anterior, elevando o emprego para 2,8% acima do nível pré-pandémico de fevereiro de 2020. Por sua vez, continua o forte aumento dos contratos por tempo indeterminado, que em maio já representavam 44,5% dos contratos registados neste mês. Este aumento dos contratos por tempo indeterminado reflete a mudança de empregos temporários para fixos-descontínuos induzida pela recente reforma laboral. Esta transferência já se reflete nas inscrições na Segurança Social: enquanto tradicionalmente a percentagem de trabalhadores temporários era de cerca de 30% do número total de trabalhadores, atualmente é de cerca de 22%. No entanto, importa recordar que uma avaliação completa do impacto da reforma terá de ter em conta não só a taxa de temporalidade, mas também o impacto na criação de emprego.

A entrada de turistas estrangeiros cresce a um bom ritmo e aponta para uma ótima época de verão. Em abril, chegaram cerca de 6,1 milhões de turistas e gastaram 6.900 milhões de euros. Estes registos representam uma forte aceleração do ritmo de recuperação: a chegada de turistas estava 14,6% abaixo do mesmo mês em 2019, enquanto no mês anterior a diferença em relação ao nível pré-pandémico era de 28,6%; a despesa situou-se pela primeira vez muito próxima do nível pré-pandémico, apenas 2,2% abaixo de abril de 2019 (-16,0% no mês anterior). Uma boa época turística será um elemento fundamental para cimentar a recuperação da economia espanhola em 2022.

O preço da habitação recuperou num contexto de aumento dos custos de construção e da forte procura. O preço da avaliação da habitação livre aumentou significativamente em 2,4% em cadeia no 1T de 2022 (6,7% em período homólogo). Esta recuperação ocorre num contexto de aumento significativo dos custos de construção (18,9% em período homólogo em fevereiro) e de uma procura que continua a crescer com força, enquanto a oferta aumenta de forma mais gradual. Esta tendência no preço pode ser observada noutros indicadores, tais como os publicados nos portais imobiliários e o índice de habitações repetidas do «Colegio de Registradores» de Espanha, que aumentou 10,6% em período homólogo no 1T.

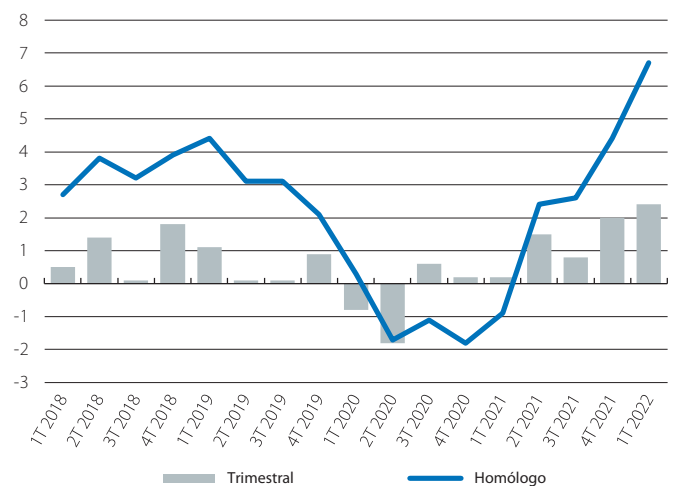
O governo espanhol prevê um ajustamento gradual do défice. O Plano de Estabilidade 2022-2025 prevê que o défice se situe em 5,0% em 2022 e que reduza gradualmente até atingir 2,9% em 2025. Esta redução ocorrerá graças à recuperação esperada da economia durante este período e não contempla medidas de grande alcance para reduzir um défice estrutural estimado em mais de 3%.

Espanha: entrada de turistas internacionais (Pessoas)



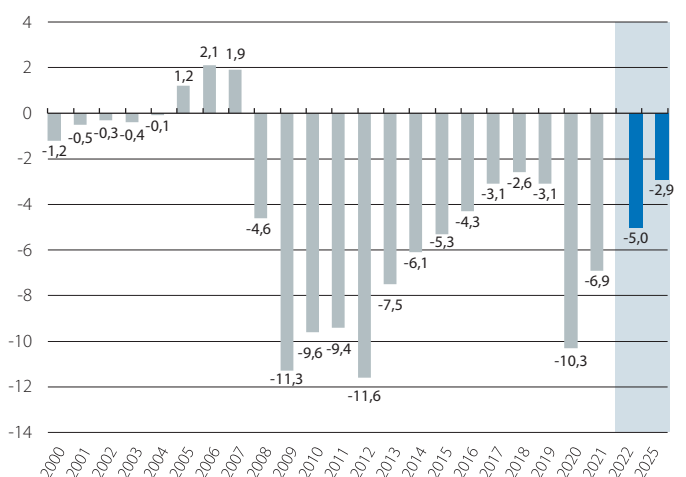
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: preço da habitação (avaliação) Variação (%)



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

Espanha: saldo público (% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Plano de Estabilidade 2022-2025.

O Plano de Estabilidade 2022-2025: ajustamento do défice público devido ao ciclo económico

A recuperação económica, fundamental para a trajetória descendente do défice

O Plano de Estabilidade 2022-2025 apresentado pelo governo espanhol propõe um ajustamento gradual do défice público, motivado pela recuperação económica, com uma redução de 6,8% do PIB em 2021 para 5,0%, em 2022, e 2,9%, em 2025, (a previsão do BPI Research para 2025 é ainda ligeiramente superior a 3%). Baseia-se num cenário inercial, visto que não incorpora novas medidas para além das já aprovadas para 2022 e, portanto, o défice estrutural permanece acima dos 3% ao longo de todo o horizonte de previsão. Assim, toda a redução do défice público viria da componente cíclica do défice, que passará de 3,3% do PIB em 2021, para um superavit de 0,2%, em 2025.

O quadro macroeconómico no qual se baseia o Plano de Estabilidade é adequado e foi aprovado pela AIReF. Prevê-se que o crescimento económico seja de 12,5% cumulativamente entre 2022 e 2025 (trata-se de um crescimento semelhante às nossas previsões), com o investimento a desempenhar um papel importante nos próximos dois anos devido ao programa NGEU.¹ Isto pressupõe que as pressões salariais permanecerão contidas e que a inflação cairá acentuadamente a partir de 2023.

No que diz respeito às contas públicas, do lado das receitas, o Plano não incorpora uma reforma fiscal. Prevê-se que as receitas diminuam moderadamente em percentagem do PIB para 41,3% do PIB, em 2025, (43,7% em 2021) devido a uma moderação das receitas não fiscais (este elemento inclui receitas de transferências de capital e fundos europeus sem os fundos do Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU). Concretamente, as receitas não fiscais diminuiriam de 4,9% do PIB, em 2021, para 3,3% do PIB, em 2025. Contudo, pressupõe-se que a carga fiscal permanecerá estável (os impostos e as contribuições sociais crescerão de acordo com o PIB nominal).

A despesa pública cairia acentuadamente em percentagem do PIB devido ao elevado aumento do PIB nominal e a uma certa contenção da despesa sem as pensões. Assim, a despesa pública primária (isto é, excluindo o pagamento de juros) cairia de 48,4% do PIB, em 2021, para 42,2%, em 2025. Destaca-se o ajustamento (em percentagem do PIB) da remuneração dos trabalhadores, que cairia de 18,1%,

1. Prevê-se que o investimento em bens de equipamento cresça 11,4% e que o investimento em produtos de propriedade intelectual aumente 17,5% em 2022. A partir de 2024 haverá ainda um impacto positivo do NGEU através dos efeitos das reformas estruturais em curso (nomeadamente a reforma laboral, o clima empresarial, a formação e o autoconsumo de energia e hidrogénio verde).

Espanha: cenário macro do Plano de Estabilidade

	2021	2022	2023	2024	2025
Crescimento do PIB real (%)	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8
Crescimento do PIB nominal (%)	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7
Taxa de desemprego (%)	14,8	12,8	11,7	10,6	9,6
Remuneração por assalariado (crescimento, %)	-0,6	3,2	2,9	1,6	1,7
Deflator consumo privado (crescimento, %)	1,9	6,1	2,2	1,6	1,6
Euribor a 3 meses (%)	-0,5	-0,4	0,3	0,7	0,7
Taxa obrigação espanhola a 10 anos (%)	0,1	0,8	1	1,1	1,1

Fonte: Plano de Estabilidade 2022-2025, Governo de Espanha.

Espanha: Plano de Estabilidade do Governo 2022-2025

Elementos-chave	2021 (% do PIB)	2022 (% do PIB)	2025 (% do PIB)
Receitas públicas totais	43,7	42,0	41,3
Impostos indiretos (IVA...)	12,1	12,0	11,6
Impostos diretos	11,9	11,8	12,1
Contribuições sociais	14,3	13,7	13,9
Despesa pública total	50,6	47,0	44,3
Remuneração assalariados	12,2	11,5	10,9
Prestações sociais (não em espécie)	18,9	17,6	17,6
Investimento público	4,6	3,6	2,7
Despesa em juros	2,2	2,2	2,1
Saldo público	-6,8 *	-5,0	-2,9
Saldo primário	-4,6	-2,8	-0,9
Saldo cíclico	-3,3	-1,5	0,2
Saldo estrutural	-3,1	-3,4	-3,2

Notas: Projeções que incorporam o impacto macro do NGEU, mas sem incorporar os fundos europeus NGEU nas receitas e despesas. * O défice em 2021 seria de 6,9% do PIB com o Sareb. O investimento público é a soma da formação bruta de capital e das transferências de capital.

Fonte: Plano de Estabilidade 2022-2025, Governo de Espanha.

em 2021, para 16,1%, em 2025. Trata-se de um resultado plausível num contexto de forte crescimento do PIB nominal e se tivermos em conta que o aumento dos salários foi acordado antes da subida da inflação. Pelo contrário, as despesas em pensões, associadas por lei à evolução da inflação, deverão continuar a crescer a um ritmo semelhante ao do PIB nominal.

Quanto à fatura de juros, variável fundamental para a sustentabilidade da dívida, o Plano de Estabilidade projeta

que esta continuará a cair em termos de PIB, situando-se em 2,1% do PIB, em 2025, (2,2% em 2021), graças ao crescimento do PIB e a um pressuposto de que as taxas permanecerão muito baixas (o Plano de Estabilidade pressupõe que a obrigação espanhola a 10 anos permanecerá estável em cerca de 1% entre 2022 e 2025, embora tenha subido recentemente para 2,0%). Num cenário em que as taxas foram gradualmente aumentando em relação aos níveis atuais (por exemplo, com a obrigação a 10 anos a cerca de 3,0%, em 2025), o peso da dívida poderia aumentar ligeiramente em 2025, embora continuaria muito abaixo dos 3,0% alcançados em 2012,² de acordo com o nosso exercício de sensibilidade.³

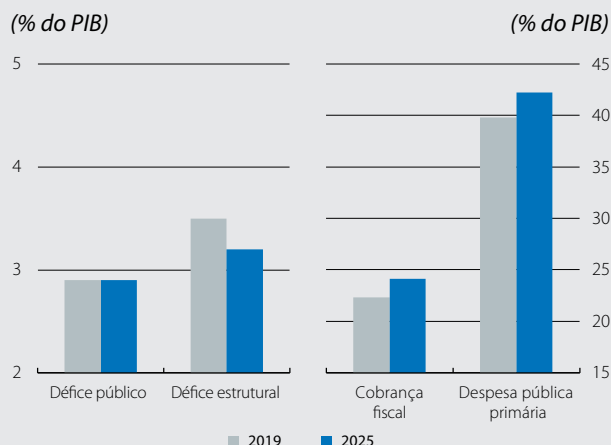
Por fim, a dívida pública diminuiria gradualmente em percentagem do PIB, mas permaneceria em níveis elevados. Esta cairia de 118,4%, em 2021, para 109,7%, em 2025. Grande parte do ajustamento deve-se ao crescimento do PIB em termos nominais; em termos cumulativos, o Plano considera um crescimento acumulado do PIB nominal entre 2022 e 2025 de 24,3%.

As contas públicas do futuro: uma comparação de 2025 com o mundo pré-pandemia

Um exercício interessante é comparar a situação das contas públicas projetadas pelo governo espanhol para 2025 no Plano de Estabilidade com a situação do mundo pré-COVID. Destacam-se três resultados fundamentais:

- **Em 2025, o peso do setor público na economia será maior do que em 2019;** especificamente, será mais de 2,0 p.p. superior em percentagem do PIB. Isto aponta para um salto estrutural na despesa pública devido a fatores como a indexação das pensões à inflação⁴ e ao facto de que haverá um aumento estrutural da despesa com a saúde.
- **O défice estrutural será muito semelhante em 2025 (3,2%) ao de 2019 (3,5% do PIB).** A razão é que as despesas irão aumentar, mas espera-se que as receitas aumentem de forma semelhante (ver terceiro resultado).
- **O governo espanhol prevê que o aumento das receitas fiscais, na sequência do grande aumento da cobrança em 2021, será consolidado sem a necessidade de novas medidas fiscais.** Assim, segundo o Plano de Estabilidade, as receitas fiscais em percentagem do PIB serão 1,8 p.p. mais elevadas em 2025 do que em 2019. Isto baseia-se numa abordagem inercial, assumindo que se poderá manter um nível de cobrança semelhante ao de 2021 (24,5% do PIB), em 2025, (a projeção é de 24,1%), clara-

Espanha: comparação das contas públicas 2025 e 2019



Nota: O défice em 2019 exclui o Sareb.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Programa de Estabilidade 2022-2025 e 2021-2024.

mente superior ao do mundo pré-COVID.⁵ A questão é se o aumento da cobrança será estrutural. A digitalização da economia na pandemia pode ter reduzido a economia paralela e apoiaria esta hipótese. No entanto, o aumento da tributação direta em 2021 pode estar relacionado com as medidas extraordinárias tomadas na pandemia, tais como os ERTE.

2. Em 2012, a dívida pública era de 86% do PIB, muito abaixo do nível atual.

3. Ver o Focus «O impacto das condições financeiras sobre a carga da dívida pública espanhola» na IM03/2022.

4. As prestações sociais, cuja principal componente é a despesa em pensões, parecem ter aumentado permanentemente e serão 1,8 p. p. mais elevadas em percentagem do PIB em 2025 do que na pré-pandemia.

5. A cobrança em 2021 em percentagem do PIB foi de cerca de 1 p. p. mais elevada do que nos últimos 30 anos.

Boas perspetivas para o setor turístico

A mobilidade internacional recupera a grande velocidade à medida que a perceção dos riscos associados à pandemia diminui entre a população. Esta confiança não é errada, visto que a variante ómicron revelou-se mais ligeira, existe uma taxa de vacinação bastante elevada e a imunidade natural, provocada pelo elevado número de contágios de inverno, é atualmente bastante maior.

O setor turístico é um dos grandes beneficiados desta tendência. Os indicadores setoriais esboçam perspetivas muito positivas em relação ao que resta de 2022, pelo que o setor pode ser o motor da economia espanhola numa altura em que grande parte dos setores se encontra num contexto complexo.

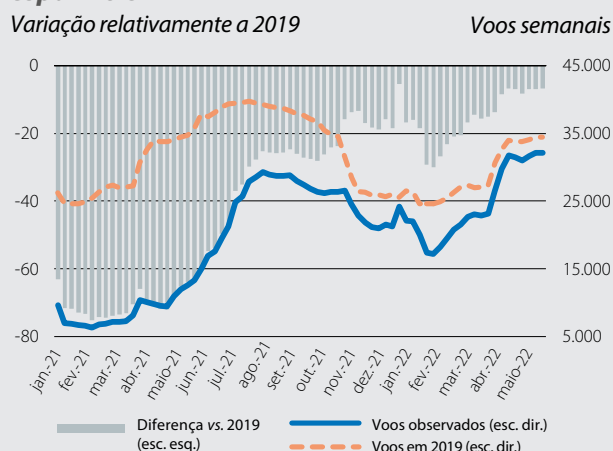
Indicadores de alta frequência

Um dos indicadores em tempo real que nos oferece uma visão fidedigna da evolução da procura turística, retirando o efeito do preço, é o de voos efetuados fornecidos pela Eurocontrol. Tal como se pode observar no primeiro gráfico, na segunda semana de maio, os voos efetuados em Espanha situaram-se apenas cerca de 7% abaixo do mesmo período de 2019. Trata-se de uma melhoria bastante notável desde o mês de janeiro, quando os voos efetuados se situaram cerca de 30% abaixo devido à vaga da ómicron, e, por sua vez, constitui um marco importante, dado que significa que se superou o volume máximo de voos semanais de 2021 (alcançado na primeira semana de agosto).

Se recorrermos aos dados dos passageiros de acordo com o país de origem do avião, publicados mensalmente pela AENA, podemos ver mais claramente o que está por detrás desta recuperação. Como se pode verificar na tabela, o grande protagonista da recuperação é o turismo britânico, devido à sua grande melhoria e à sua importância para o setor turístico espanhol. Após o ano de 2021 em que o número de passageiros com origem no Reino Unido foi bastante inferior ao número de passageiros provenientes de países da UE, devido à popularização do *staycation* entre os britânicos (turismo de férias doméstico), os últimos dados apontam para uma queda de apenas cerca de 16% em relação ao mesmo período de 2019. Por outro lado, também os voos de longo curso estão a demonstrar dinâmicas bastante boas em 2022, confirmando que a aversão a viajar está a desaparecer a uma escala mais global. Por isso, confirma-se que o mercado doméstico continua a desfrutar de uma boa situação. Além disso, a interrupção das ligações aéreas com a Rússia, que se faz sentir na descida dos passageiros provenientes do resto da Europa, não está a ter um efeito apreciável nos números agregados, dado o seu baixo peso no total de chegadas.

Espanha: voos efetuados em aeroportos espanhóis

Variação relativamente a 2019



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

Espanha: chegadas de passageiros consoante o país de origem do voo

Variação em relação ao mesmo período de 2019 (%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Abr-22	
Total	-84	-75	-42	-28	-38	-26	-21	-12	↑
Doméstico	-74	-56	-16	-19	-28	-20	-17	-6	↑
Internacional	-90	-83	-52	-33	-43	-29	-24	-14	↑
UE	-90	-76	-41	-25	-40	-27	-22	-11	↑
Reino Unido	-98	-97	-70	-45	-58	-32	-25	-16	↑↑
Resto da Europa	-87	-87	-76	-47	-37	-36	-57	-56	↓↓
EUA e Canadá	-97	-92	-75	-63	-45	-43	-34	-24	↑↑
América Latina	-79	-77	-58	-36	-20	-6	0	8	↑↑
Resto do mundo	-78	-82	-55	-44	-51	-40	-29	-32	↑

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

Perspetivas para 2022

Também os indicadores *forward looking*, como o volume de reservas ou os indicadores de interesse (pesquisas na internet), antecipam uma clara dinâmica de melhoria em relação à época de verão. Concretamente, as pesquisas no Google sobre viagens a Espanha a partir dos mercados da Europa ocidental situam-se mais de 20% acima dos seus níveis habituais pré-pandémicos, e mesmo as pesquisas dos EUA situaram-se, pela primeira vez desde o início da pandemia, dentro do seu nível habitual.

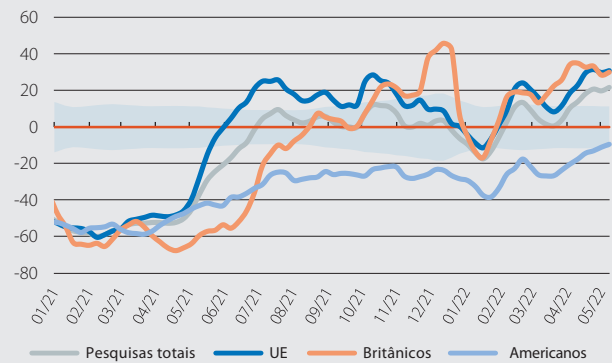
Em relação ao conjunto do ano 2022, a grande dinâmica de recuperação do turismo da UE e, sobretudo, do Reino Unido, juntamente com a surpresa positiva da recuperação de mercados americanos, sugerem perspetivas muito positivas para o setor. Apesar disso, cabe referir que o contexto macroeconómico que emerge da guerra na Ucrânia, com a grande subida dos preços de matérias-primas de

energia e agroalimentares, afetará a estrutura de custos do setor, colocando pressão sobre os preços de venda e as margens comerciais.¹ Contudo, não parece que a procura esteja a reagir negativamente ao choque de inflação.

Neste contexto, segundo as nossas previsões, este ano o PIB turístico situar-se-á a um nível de 88% em comparação com 2019, com um crescimento de cerca de 50% em relação a 2021. Com isso, a atividade do setor turístico não recuperará para os níveis pré-pandémicos este ano, mas situar-se-á a um nível semelhante ao de 2017, ano em que o setor obteve resultados muito positivos.

Pesquisas semanais no Google sobre viagens a Espanha

Variação em relação ao nível de referência

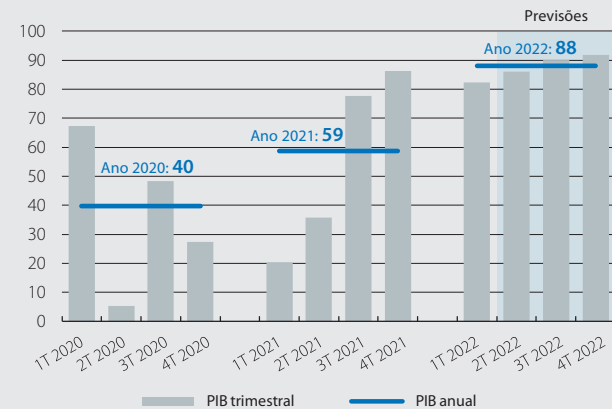


Notas: Utilizam-se dados de pesquisas da palavra Espanha no Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Países Baixos e EUA no idioma oficial de cada país dentro da categoria de viagens. O nível de referência consiste na previsão de pesquisas realizada para o ano em curso, utilizando um modelo ARIMA (1, 1, 1)₁₂ com dados entre janeiro de 2015 e dezembro de 2020. A área sombreada reflete o intervalo de confiança de 68% ($\alpha = 1$).

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Google Trends.

Espanha: evolução do PIB turístico

Índice (100 = 2019)



Fonte: BPI Research.

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

Tendências a longo prazo do investimento em Espanha

O investimento desempenha um papel fundamental no potencial de crescimento económico de um país. A quantidade e qualidade do *stock* de capital produtivo de um país determina a sua capacidade de adaptação às transformações económicas e, por conseguinte, o seu progresso económico. Por isso, um dos principais desafios para a economia espanhola enfrentar com sucesso o atual contexto de rápidas inovações tecnológicas reside na reorientação da sua dotação de fatores, um passo necessário para melhorar a produtividade e promover a transformação do modelo produtivo.

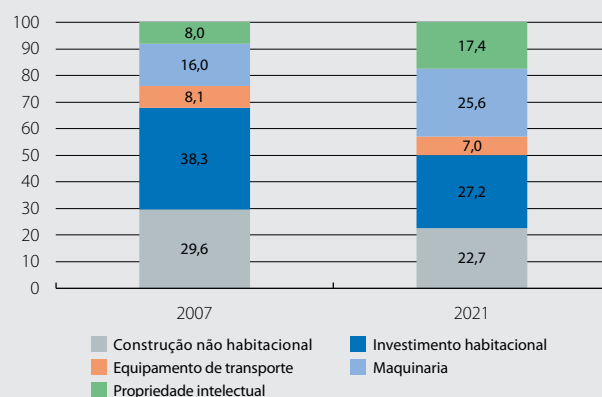
Este artigo constitui o primeiro de dois artigos dedicados à análise do investimento em Espanha e explora as mudanças na composição do investimento em Espanha que tiveram lugar na última década, enquanto o segundo se debruça sobre as dinâmicas do investimento desde o início da pandemia, bem como os sinais que podem ser extraídos dos últimos indicadores relacionados com o investimento.

Mudanças estruturais na composição do investimento

O primeiro gráfico apresenta uma comparação da estrutura do investimento em Espanha entre 2007, o ano anterior ao início da crise financeira, e 2021, o último ano para o qual existem dados disponíveis. Várias mensagens surgem do gráfico. Em primeiro lugar, vemos a queda profunda do peso do investimento em construção ao longo dos últimos 14 anos, tanto o não habitacional como, sobretudo, habitacional. Se, em 2007, o investimento na construção representava quase 68% do investimento total, em 2021 esta proporção caiu para cerca de 50%. Esta queda reflete naturalmente o ajustamento significativo que o mercado imobiliário tem sofrido desde a crise financeira, que redimensionou estruturalmente o peso deste setor em toda a economia: o investimento na construção (habitacional e não habitacional) em 2021 situou-se 41% abaixo do nível de 2007 (em termos reais).

Em segundo lugar, vemos que tanto o investimento em maquinaria como o investimento em propriedade intelectual, principalmente materializado em ativos intangíveis, aumentaram significativamente o seu peso, especialmente no caso do investimento em intangíveis, cujo peso mais do que duplicou entre 2007 e 2021. O maior peso destas categorias não só reflete um impacto automático resultante da forte queda do investimento na construção, mas é também o resultado de um esforço de investimento muito significativo em termos absolutos: em termos reais, o investimento em intangíveis em 2021 foi 43% mais elevado do que em 2007 e o investimento em maquinaria foi

Espanha: estrutura por tipo de investimento
(% sobre o total do investimento)



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

20% mais elevado. A importância do investimento em intangíveis está ligada ao fenómeno da digitalização, uma transição tecnológica que revoluciona os processos produtivos em toda a economia e que faz um uso mais intensivo dos investimentos em intangíveis.¹ Por sua vez, o aumento do investimento em maquinaria reflete a recuperação do setor industrial após a crise financeira, as necessidades de investimento decorrentes do processo de digitalização antes da pandemia e a rotação que a economia espanhola sofreu durante os anos de recuperação para uma economia mais intensiva em exportações, o que exigiu um esforço de investimento significativo.

Aproximação aos padrões de investimento europeus

Como se compara o desempenho do investimento em Espanha face às principais economias europeias? Analisamos primeiro a comparação em níveis relativos e, em seguida, na estrutura do investimento.

O segundo gráfico apresenta a evolução do investimento em Espanha e noutras das principais economias da zona euro em percentagem do PIB. Observamos como o investimento em Espanha atingiu níveis muito elevados de 30% do PIB na antecâmara da crise financeira. Um nível muito mais elevado do que em outras economias vizinhas e foi alimentado por um forte crescimento no investimento na construção. Além disso, vemos que a correção do setor imobiliário a partir de 2008 teve um grande impacto no investimento: em 2013, o investimento representava um mínimo de 17,2% do PIB. Desde então, o investimento, motivado pelas categorias acima discutidas, tem vindo a

1. Em contrapartida aos ativos de investimento mais tradicionais, os ativos intangíveis carecem de uma componente física. Falamos de, entre outros, investimento em *software*, patentes, bases de dados e formação.

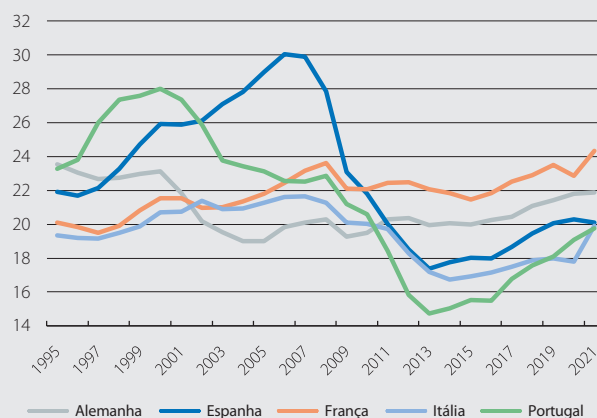
ganhar terreno até cerca de 20% do PIB desde 2019 até ao presente. No entanto, vemos que o esforço de investimento em Espanha, embora não muito atrás, ainda está um pouco abaixo do esforço realizado por países como a França ou a Alemanha.

E como se compara a estrutura do investimento em Espanha face às outras economias europeias? Como se pode ver no terceiro gráfico, a estrutura do investimento em Espanha em 2021 foi bastante semelhante à de outras grandes economias europeias. Em particular, verifica-se que o peso do investimento na construção na economia espanhola é semelhante ao de outros e, para além de algum caso idiossincrático, o mesmo se pode dizer do peso do investimento em intangíveis e em bens de equipamento e transporte.

Contudo, embora a estrutura do investimento em Espanha seja atualmente semelhante à das grandes economias europeias, tal não era o caso há 10 anos, quando o peso do investimento na construção em Espanha era muito mais elevado do que nos principais países europeus, enquanto o dos intangíveis era muito inferior. Assim, o diferencial no capital acumulado em intangíveis e em maquinaria é ainda substancial. A título de exemplo, segundo os dados do EUKLEMS, em Espanha, em 2016, os últimos dados disponíveis, o capital intangível era de 6.750 euros por trabalhador, em comparação com 13.300 euros por trabalhador em França e 10.450 euros na Alemanha. Desta forma, e dado que a percentagem do PIB que a Espanha atribui ao investimento é semelhante à da França ou da Alemanha, seria necessário que o peso do investimento nestas categorias em Espanha fosse superior ao das outras economias durante algum tempo, de modo a completar um processo de convergência em termos de capital por trabalhador.

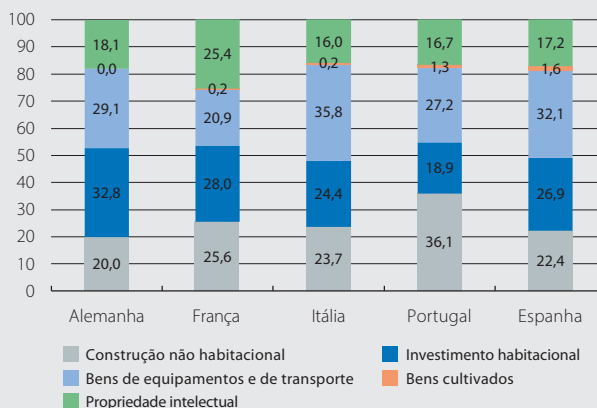
Neste sentido, os fundos europeus do programa NGEU são um elemento fundamental que não só dinamizará o investimento, mas também, com uma seleção adequada de projetos, constituem uma oportunidade única para modernizar os ativos produtivos da economia espanhola.

Zona Euro: investimento (% do PIB)



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

Zona Euro: comparação da estrutura do investimento por componente (% sobre o total do investimento)



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

Tendências a curto prazo do investimento em Espanha

Neste segundo artigo dedicado à análise do investimento em Espanha, centrámo-nos na evolução do investimento durante a pandemia e analisamos os sinais oferecidos pelos últimos indicadores de atividade relacionados com a formação bruta de capital.

O comportamento do investimento durante a pandemia

A pandemia teve um impacto muito assimétrico em cada uma das componentes do investimento (ver primeiro gráfico). Assim, enquanto o investimento em intangíveis e maquinaria recuperou e ultrapassou os níveis pré-crise, o investimento na construção e, principalmente, o investimento em equipamento de transporte estão ainda claramente abaixo.

Como assinala Pacce (2022),¹ este comportamento assimétrico é um reflexo da natureza da própria pandemia, que atingiu com mais força os setores que requerem uma interação humana presencial mais intensa. Assim, as atividades relacionadas com o setor dos serviços foram mais afetadas do que as atividades industriais. Contudo, como o setor dos serviços é menos intensivo no investimento em maquinaria, este tipo de investimento terá sido menos atingido durante a pandemia. Além disso, os fortes investimentos realizados na digitalização para permitir o teletrabalho ou o comércio *online* dinamizaram tanto o investimento em intangíveis (ou seja, a categoria da propriedade intelectual) como em maquinaria (que inclui equipamentos informáticos). Por fim, embora o comércio *online* possa ter dinamizado o investimento em equipamento de transporte, tendo em consideração as necessidades de fornecimento que gera, o impacto das medidas de restrição à mobilidade e o impacto no turismo nacional e internacional mais do que compensaram o primeiro efeito e diminuíram o investimento nesta categoria.

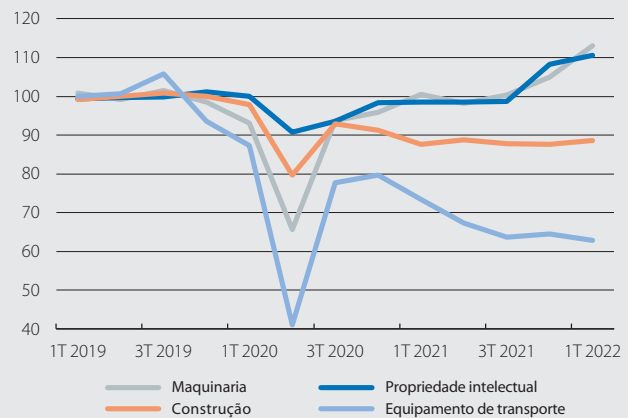
Os indicadores mais recentes

O que sugerem os indicadores de atividade mais recentes relacionados com o investimento, em particular os relacionados com o investimento em maquinaria? Infelizmente, ainda não estão disponíveis indicadores *hard*, isto é, baseados em dados firmes, para o 2T de 2022. Por outro lado, dispomos de indicadores *soft*, os que se referem ao grau de confiança e às expectativas dos agentes, e indicadores acerca dos principais condicionantes do investimento (ver segundo gráfico).

1. Ver Pacce, M. J. «O comportamento do investimento em equipamentos durante a pandemia: o papel da sua composição setorial». Boletim Económico 2/2022. Banco de Espanha.

Espanha: investimento

Índice (100 = 2019)



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

O grau de utilização da capacidade de produção na indústria é um indicador antecipado do investimento, visto que quando atinge níveis elevados, aponta para a necessidade de investir para aumentar a capacidade de produção e satisfazer a procura. Além disso, o clima de confiança na indústria é também um indicador relevante, porque a incerteza abranda a implementação de novos projetos de investimento. Por último, consideramos as respostas ao inquérito trimestral da Comissão Europeia às empresas do setor industrial sobre os fatores que limitam a sua produção.²

Como se pode observar no segundo gráfico, de um modo geral, todos os indicadores estão acima da sua média histórica, pelo que seria de esperar uma tendência expansiva do investimento: o grau de utilização da capacidade de produção é elevado; a confiança, embora se tenha deteriorado desde a eclosão do conflito bélico entre a Rússia e a Ucrânia, mantém-se a níveis semelhantes aos dos anos que antecederam a pandemia, e a procura encontra-se em níveis relativamente elevados.

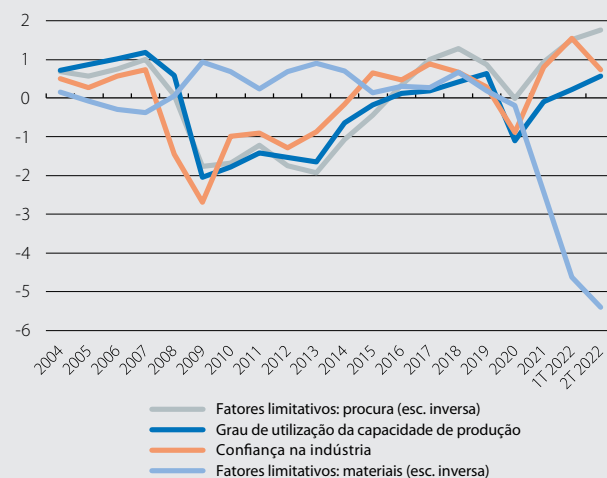
No entanto, há uma forte deterioração do indicador que relaciona a escassez de materiais ou equipamento como um dos principais obstáculos à produção. Este indicador recorda-nos as dificuldades que o setor industrial atravessa devido às ruturas nas cadeias de fornecimento globais, um fenómeno que analisámos noutros artigos.³

2. No segundo gráfico apresentamos as respostas sobre se a escassez de materiais ou equipamento e a escassez de procura constituem fatores limitantes, embora se incluam mais opções no inquérito da Comissão Europeia.

3. Ver, por exemplo, «Estrangulamentos: do “porquê?” ao até quando?» na IM12/2021, ou «Cadeias de fornecimentos: as ruturas não aumentam», na IM02/2022.

Assim, as perspetivas para os próximos meses são incertas. O bom desempenho dos indicadores mencionados anteriormente reflete um ambiente económico favorável ao progresso do investimento, um contexto marcado pelo enfraquecimento do impacto da pandemia e pelo impacto dos fundos europeus NGEU. Importa relembrar que o NGEU representa um incentivo ao investimento de uma magnitude muito elevada. Apenas para 2022, o Orçamento Geral do Estado contempla investimentos a cargo do NGEU no valor de quase 27.000 milhões de euros, 2,2% do PIB de 2021, dos quais 10.000 milhões se destinam a projetos relacionados com o setor industrial e a digitalização da economia. No entanto, o aumento da incerteza relacionada com as tensões bélicas e os estrangulamentos pode atrasar a implementação de muitos projetos, incluindo aqueles relacionados com o NGEU, e retirar o brilho ao progresso do investimento que, na ausência destas questões, teria sem dúvida sido muito vigoroso.

Espanha: indicadores soft relacionados com o investimento em bens de equipamento
Índice normalizado *



Nota: * Cada série foi normalizada e apresenta uma média igual a 0 e um desvio padrão igual a 1.

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

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	03/22	04/22	05/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,5	8,8	28,7	1,9	1,5	1,6	0,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	-0,2	2,3	4,9	6,9	4,4	-1,2	1,3
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	54,2	53,3	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	32,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,5	0,7	22,3	32,4	41,7	42,0	...	...
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	313,4	313,4	...	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	53,4	57,1	...
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	-4,1	1,5	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	661,0	-24,5	-17,1	-7,5	-30,2	-12,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,8	-12,8	-10,1	-9,1	-13,1	-17,3	-28,2	-26,9	-22,6
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	4,8	5,1	...
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	03/22	04/22	05/22
Inflação global	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	9,8	8,3	8,7
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	3,4	4,4	4,9

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	03/22	04/22	05/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	26,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	36,1	...	...
Saldo corrente	9,3	11,3	9,2	11,6	11,3	10,6	10,6	...	...
Bens e serviços	16,5	18,2	17,1	19,2	18,2	17,1	17,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,9	-7,9	-7,7	-6,9	-6,5	-6,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	22,3	15,2	19,7	22,3	22,9	22,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,1	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	-26,8	-26,3	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,2	18,5	...	...
TOTAL	7,1	6,7	5,5	5,5	6,6	5,9	6,2	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	...	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-0,9	-0,6	-1,3	...	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,3	...	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	...	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,6	2,4	...	...
TOTAL	1,3	1,1	0,6	0,7	0,6	0,3	0,0	...	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	4,3	4,5	4,4	4,3	...	...	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2022

© CaixaBank, S.A., 2022

Design e produção: www.cegeglobal.com

