

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2022



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

Perguntas e respostas sobre a Euribor

EUA: como a poupança acumulada pode apoiar a economia?

Fundos Europeus NGEU 2022 (mais além): uma aposta clara na sustentabilidade verde

A desigualdade salarial em Espanha regressa ao ponto pré-pandemia

O consumo em Espanha cresceu no 2T de 2022? O que dizem os dados em tempo real

AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO EM PORTUGAL

Crescimento forte, futuro incerto

Como se relacionam salários e inflação?

Turismo em Portugal: «I can see clearly now the rain is gone»

Como se comportou o investimento desde a pandemia e quais as tendências de longo prazo?

Portugal nas cadeias de valor global e dependências da China

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 2022

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

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

Economista Chefe

CaixaBank 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:

8 de julho de 2022

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *Perguntas e respostas sobre a Euribor***12 ECONOMIA INTERNACIONAL**14 *EUA: como a poupança acumulada pode apoiar a economia?***18 ECONOMIA PORTUGUESA**20 *Portugal: como se relacionam salários e inflação?*22 *Turismo em Portugal: «I can see clearly now the rain is gone»*24 *Portugal: como se comportou o investimento desde a pandemia e quais as tendências de longo prazo?*26 *Portugal nas cadeias de valor global e dependências da China***30 ECONOMIA ESPANHOLA**32 *Fundos europeus NGEU em 2022 (mais além): uma aposta clara na sustentabilidade verde*34 *A desigualdade salarial em Espanha regressa ao ponto pré-pandemia*37 *O consumo em Espanha cresceu no 2T de 2022? O que nos dizem os dados em tempo real*

TPC de Verão

Tendo passado metade do ano, os efeitos dos desajustes entre a oferta e a procura na inflação continuam a dominar o comportamento da economia mundial, forçando tanto os bancos centrais como os governos a adaptarem os seus roteiros à nova realidade. Termómetros como o primeiro défice comercial na Alemanha em 30 anos, a aproximação da paridade do euro face ao dólar e o reaparecimento do risco de fragmentação financeira na Europa refletem as perturbações que a economia global enfrenta. Para além da dificuldade de enfrentar um desafio para o qual não há precedentes nas últimas quatro décadas, há também a complexidade de incluir nos cenários económicos o aumento das tensões geopolíticas. Tudo isto numa situação que não é muito propícia à coordenação de políticas económicas que se esgotaram após os esforços feitos para enfrentar a pandemia.

A tarefa é particularmente complicada para os bancos centrais, uma vez que a dinâmica dos preços está a mudar gradualmente, tornando difícil administrar a quantidade certa de endurecimento das condições financeiras para gerir o problema da inflação, minimizando ao mesmo tempo os danos colaterais no crescimento e na estabilidade financeira. Acima de tudo, porque é cada vez mais difícil discernir que parte da subida de preços tem origem no lado da oferta e qual do lado da procura. Após as últimas surpresas negativas, a sensação é que os aumentos de preços estão a proliferar para mais componentes do cabaz de bens de consumo, o que está a forçar o processo de normalização monetária a intensificar-se, tendo em conta que os preços da energia parecem estar fixados em níveis elevados por mais tempo do que o esperado e que outros problemas do lado da oferta (estrangulamentos, desajustamentos nos mercados de trabalho) não vão desaparecer da noite para o dia. No caso do BCE, a complexidade é maior, pois enquanto todo o quadro de instrumentos não convencionais que foram criados para enfrentar as duas últimas crises (PEPP, TLTROs, etc.) está a ser desmantelado, um novo instrumento deve ser concebido em tempo recorde para enfrentar o risco de fragmentação que, para além de ser flexível, terá de incluir condicionalidade, ou seja, medidas que garantam a sustentabilidade fiscal dos países que recebem apoio.

A perda de poder de compra dos agentes económicos, a alteração de postura dos bancos centrais que contaminou toda a curva das taxas de juro e a impressão de que a Rússia poderá cortar o fornecimento de gás à Europa a qualquer momento levaram a uma deterioração da confiança dos investidores, a um aumento da incerteza e a uma revisão em baixa das expectativas de crescimento. A questão é se esta preocupação sobre o que o Outono pode trazer pode antecipar as decisões de compra e melhorar o desempenho da economia nos meses de Verão, aproveitando as poupanças acumuladas ainda disponíveis para as famílias, ou, pelo contrário, antecipar o seu impacto através de uma deterioração da confiança.

Neste delicado equilíbrio entre certezas e expectativas, o debate é se a redução da despesa agregada necessária para canalizar as tensões de preços acabará num patamar suave ou, dadas as condições turbulentas que o ciclo económico enfrenta, devemos esperar uma recessão na zona euro e nos EUA. De facto, há poucos precedentes de que com uma inflação de dois dígitos e um ponto de partida tão laxista para a política monetária, possa canalizar essa inércia negativa de preços sem afetar sensivelmente a atividade. Especialmente nos EUA, onde os conselheiros de política da Fed antecipam que a política monetária terá de estar na zona restritiva até 2023, com taxas de juro acima dos 3,5%. Após este movimento, a curva de rendimento inverteu-se (2Y/10Y), descontando uma contração da atividade no Inverno que dominaria a inflação e daria lugar a um novo processo de cortes de taxas, mesmo antes do final de 2023.

Em suma, o debate nas últimas semanas tem sido sobre a avaliação da probabilidade de uma recessão global. Mas há que ter em conta que uma recessão é mais do que uma fase de crescimento abaixo do potencial ou uma queda do PIB durante alguns trimestres, uma vez que o ajustamento na atividade deve ser profundo, duradouro, em toda a economia e afetar o rendimento, a produção e o emprego. É verdade que os sinais de um abrandamento são claros e que um novo choque de abastecimento causado por um corte no fornecimento de gás à Europa seria o golpe final no ciclo económico, mas por enquanto não se pode considerar que uma recessão global seja um dado adquirido, pelo menos enquanto os mercados de trabalho permanecerem altamente robustos e os mercados financeiros continuarem a assimilar a mudança na política monetária de forma ordenada, ou seja, sem um aumento da instabilidade. A este respeito, uma questão particularmente relevante a curto prazo será a conceção do novo instrumento do BCE, precisamente quando o programa monetário mais expansionista da história da Europa estiver prestes a chegar ao fim. Não é uma tarefa fácil para a autoridade monetária europeia a meio da estação do Verão.

Cronologia

JUNHO 2022

- 26** Cimeira do G7 na Alemanha, onde a guerra na Ucrânia e a energia foram os temas principais.
- 28** Cimeira da NATO em Madrid, onde a Rússia é apontada como a principal ameaça direta.
- 30** A Rússia avança com o controlo do Donbass.

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.

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

Agenda

JULHO 2022

- 1** Portugal: produção industrial (maio).
- 4** Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 5** Portugal: concessão de novos empréstimos (maio).
- 11** Espanha: contas financeiras (1T).
Portugal: comércio internacional (maio).
- 15** China: PIB (2T).
- 21** Reunião do Banco Central Europeu.
Portugal: crédito ao setor privado não financeiro (maio).
- 26** Portugal: execução orçamental das APs (junho).
- 26-27** Comité FOMC da Fed.
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (2T).
Zona euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 29** Portugal: estimativas mensais do emprego e desemprego (junho).
Portugal: IPC preliminar (julho).
Espanha: execução do orçamento de Estado (junho).
Portugal: crescimento do PIB (2T).
Zona euro: PIB (2T).

AGOSTO 2022

- 1** Portugal: produção industrial (junho).
- 2** Portugal: novas operações de crédito (junho).
- 5** Espanha: produção industrial (junho).
- 10** Portugal: emprego (2T).
Portugal: volume de negócios no setor dos serviços (junho).
- 15** Japão: PIB (2T).
- 18** Portugal: indicadores coincidentes (junho).
- 26** Portugal: créditos, depósitos (julho).
Portugal: *rating* DBRS.
- 30** Espanha: IPC preliminar (agosto).
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31** Portugal: PIB detalhe (2T).
Portugal: IPC preliminar (agosto).

Inflação alta em Portugal, veio para ficar?

Os preços no consumidor estão a aumentar a ritmos não vistos em várias décadas nas principais economias mundiais. Em Portugal, a taxa de inflação manteve-se acima de 8% em junho, e é previsível que assim continue até próximo do final do ano. O que nos obrigou a rever as nossas previsões: esperamos agora que, em termos médios a inflação se situe em torno de 7,1% no final do ano, descendo para 3,2% em 2023. Como chegámos aqui? A inflação alta veio para ficar?

Os fatores subjacentes aos preços elevados são globais. Recordando, a economia mundial foi atingida por sucessivos choques desde 2019: a pandemia, e políticas diferenciadas para a combater, com destaque para a política de Covid-zero na China, exacerbando tensões nas cadeias de oferta globais; políticas económicas de suporte – monetárias e fiscais – com dimensão muito significativa; a escalada dos preços da energia e alimentação, ampliada pela invasão da Ucrânia. Todos estes fatores concorrem para o crescendo das taxas de inflação nas economias do mundo ocidental, afetando também a economia portuguesa. De facto, Portugal importa uma grande proporção de bens industriais, alimentares e energéticos – cujo preço aumentou próximo de 32% y/y em junho – além de que nos próximos meses o turismo deverá continuar a estimular a atividade. Acresce que o mercado de trabalho praticamente não regista folga dado que o emprego superou os níveis pré-pandemia, a taxa de desemprego regista mínimos de décadas e vários setores reportam falta de mão-de-obra como entrave à sua atividade. É neste enquadramento que esperamos resistência à baixa da taxa de inflação em Portugal nos próximos meses.

Neste contexto, as políticas monetárias acomodatórias globais, que têm vindo a impulsionar a procura, estão a ser repensadas. Começamos por recordar que o atual choque sobre os preços no consumidor ocorre numa envolvente de ampla liquidez financeira, que começa gradualmente a alterar-se. A atitude fortemente interventiva e de suporte à atividade económica dos principais bancos centrais foi reforçada nos últimos dois anos: por exemplo, desde finais de 2019, a dimensão do balanço do BCE quase duplicou (de 39% do PIB passou para mais de 70% em março de 2022) enquanto, nos EUA, a Reserva Federal praticamente duplicou o peso da dívida adquirida (pública e privada) no PIB. Esta situação traduziu-se numa ampla disponibilidade de liquidez e ambiente financeiro acomodatório, ou seja, taxas de juro (e prémios de risco) em mínimos históricos (negativas na maior parte dos casos) durante um período alargado para famílias e empresas, e permitiu a redução dos níveis de endividamento. Por exemplo, em Portugal, o endividamento do setor privado passou de 230% do PIB em 2012 para 160% no final de 2019; durante a pandemia, este enquadramento financeiro favorável conferiu margem de manobra para os governos atuarem amplamente, suportando as atividades e famílias mais vulneráveis, e permitindo acomodar um serviço confortável da dívida pelos

Estados mais endividados. Em suma, nos últimos dois anos vivemos num enquadramento de políticas económicas – fiscais e monetária – francamente acomodatório, justificando a procura suportada.

Acresce que a pandemia implicou choques de oferta sucessivos e estrangulamentos vários ao nível das cadeias de produção, logísticas, de distribuição, dos transportes, que ainda não se resolveram apesar do seu impacto tender a reduzir. Em particular, as políticas de Covid-zero na China, país com peso significativo nas cadeias de valor globais, têm-se refletido no prolongamento dos designados estrangulamentos da oferta, incrementando as pressões inflacionistas. Mas, tal como com o crescimento económico, esperava-se que a médio prazo a inflação normalizasse gradualmente, à medida que os reflexos da pandemia se esbatiam e a oferta ia progressivamente dando resposta à procura acrescida.

A invasão da Ucrânia, em 24 de fevereiro de 2022, veio adiar este esperado ajustamento acrescentando novos ingredientes ao cenário, muito evidentes no disparo dos preços dos combustíveis, minerais, produtos alimentares, enfim, das *commodities* em que os dois países em confronto desempenham um papel mais relevante na oferta global. Importa, contudo, lembrar que durante 2021 já eram evidentes pressões nos preços da energia, por motivos diversos (por exemplo, baixas reservas de gás na Europa). De referir que os mercados de futuros antecipam que a pressão sobre os preços da energia se vai prolongar, podendo intensificar-se em torno do final do ano.

As perspetivas são por isso, muito incertas, tanto mais que a curto prazo, a possibilidade de cortes ao abastecimento de gás pela Rússia, afetando sobretudo as economias do centro e norte da Europa, poderá causar ajustamentos mais fortes nos preços internacionais, para além dos riscos para a atividade. Por outro lado, à medida que os bancos centrais endurecem o seu tom e sobem as taxas diretoras (espera-se o primeiro aumento dos juros pelo BCE na sua reunião de julho), o ambiente financeiro é mais restritivo, devendo contribuir para moderar o consumo e investimento e ajudando ao controlo das pressões ao nível dos preços. Recorda-se que desde janeiro, as taxas de juro Euribor a 12 meses já aumentaram cerca de 150 p.b., ainda que tendo partido de um nível inferior a zero.

Em suma, ponderando todas as condicionantes, esperamos que as taxas de inflação se mantenham elevadas, em torno dos atuais níveis nos próximos meses. Se o nosso cenário se concretizar, 2022 deverá terminar com uma inflação média em torno de 7% em Portugal. Ao longo do próximo ano, admitindo que não existam efeitos de segunda ordem, ou seja, pressão salarial expressiva que ponha em causa as expectativas de inflação, esta deverá aproximar-se já de valores mais moderados, ligeiramente acima de 3%.

Paula Carvalho

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	3,50	3,75
Libor 3 meses	3,62	0,90	1,91	0,23	0,21	3,75	3,70
Libor 12 meses	3,86	1,40	1,97	0,34	0,52	4,00	3,65
Dívida pública 2 anos	3,70	0,95	1,63	0,13	0,62	3,25	3,00
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	1,86	0,93	1,45	3,50	3,25
Euro							
Depo BCE	2,05	0,26	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	1,25
Refi BCE	3,05	0,82	0,00	0,00	0,00	1,25	1,75
Eonia	3,12	0,47	-0,46	-0,47	-0,49	0,90	1,60
Euribor 1 mês	3,18	0,58	-0,45	-0,56	-0,60	0,94	1,59
Euribor 3 meses	3,24	0,74	-0,40	-0,54	-0,58	1,07	1,67
Euribor 6 meses	3,29	0,88	-0,34	-0,52	-0,55	1,27	1,72
Euribor 12 meses	3,40	1,07	-0,26	-0,50	-0,50	1,48	1,78
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,45	-0,63	-0,73	-0,69	1,40	1,80
Dívida pública 10 anos	4,31	1,70	-0,27	-0,57	-0,31	1,75	2,20
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,87	-0,36	-0,57	-0,45	1,99	2,35
Dívida pública 5 anos	3,91	2,39	-0,09	-0,41	-0,25	2,24	2,59
Dívida pública 10 anos	4,42	3,40	0,44	0,05	0,42	3,05	3,30
Prémio de risco	11	171	71	62	73	130	110
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,66	-0,34	-0,61	-0,64	2,16	2,57
Dívida pública 5 anos	3,96	4,30	-0,12	-0,45	-0,35	2,45	2,81
Dívida pública 10 anos	4,49	5,03	0,40	0,02	0,34	3,10	3,35
Prémio de risco	19	334	67	60	65	135	115
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,28	1,11	1,22	1,13	1,09	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,90	0,85	0,85	0,85
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	81,6	65,2	50,2	74,8	110,0	94,0
Brent (euros/barril)	36,4	62,9	58,6	41,3	66,2	100,7	82,0

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	3,4
Países desenvolvidos	2,6	1,4	1,8	-4,5	5,2	2,7	1,6
Estados Unidos	2,7	1,6	2,3	-3,4	5,7	2,2	1,1
Zona Euro	2,2	0,8	1,6	-6,5	5,4	2,9	1,7
Alemanha	1,6	1,3	1,1	-4,9	2,9	1,5	1,6
França	2,2	0,9	1,9	-7,9	6,8	2,2	1,4
Itália	1,5	-0,4	0,5	-9,1	6,6	2,7	1,2
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	2,4
Japão	1,4	0,5	-0,2	-4,5	1,7	1,8	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	3,5	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	6,7	7,5
Brasil	3,6	1,7	1,2	-3,9	4,6	0,8	2,1
México	2,4	2,1	-0,2	-8,1	4,8	1,9	1,8
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	3,1	3,4
Polónia	4,2	3,5	4,8	-2,1	6,0	5,6	2,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,5	3,2	4,7	7,6	4,6
Países desenvolvidos	2,1	1,6	1,4	0,7	3,1	6,4	2,9
Estados Unidos	2,8	1,8	1,8	1,3	4,7	7,8	3,2
Zona Euro	2,2	1,4	1,2	0,3	2,6	7,5	3,4
Alemanha	1,7	1,4	1,4	0,4	3,2	7,6	3,5
França	1,9	1,3	1,3	0,5	2,1	5,8	2,9
Itália	2,4	1,5	0,6	-0,1	1,9	6,9	3,1
Portugal	3,1	1,2	0,3	0,0	1,3	7,1	3,2
Espanha	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Japão	-0,3	0,4	0,5	0,0	-0,2	1,7	0,9
Reino Unido	1,6	2,4	1,8	0,9	2,6	7,6	3,6
Países emergentes	6,7	5,6	5,1	5,2	5,9	8,4	5,8
China	1,7	2,6	2,9	2,5	0,9	1,9	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	10,5	5,1
México	5,2	4,2	3,6	3,4	5,7	7,2	4,5
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	62,3	26,4
Polónia	3,5	1,9	2,1	3,7	5,2	11,2	7,0

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	2,1
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,5	2,1	0,4	4,1	1,7	0,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-1,3	5,4	-2,7	6,4	5,1	7,3
Bens de equipamento	3,2	2,7	1,6	-6,2	13,2	—	—
Construção	-1,5	-3,6	7,7	1,6	4,0	—	—
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,2	3,0	-5,6	5,2	5,2	2,8
Exportação de bens e serviços	5,2	3,9	4,1	-18,6	13,1	12,8	5,1
Importação de bens e serviços	3,6	2,4	4,9	-12,1	12,9	8,6	6,7
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	2,8	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	7,1	3,2
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	2,1	2,1
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	1,5	3,1
Consumo das Adm. Públicas	5,0	1,0	2,0	3,3	3,1	0,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	5,6	-1,9	4,5	-9,6	4,3	6,7	3,6
Bens de equipamento	4,9	0,0	3,2	-12,9	16,0	12,4	2,5
Construção	5,7	-3,8	7,1	-9,6	-2,8	2,4	4,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,4	1,5	-9,0	5,0	2,3	2,6
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	-20,2	14,7	10,9	1,6
Importação de bens e serviços	7,0	0,1	1,2	-15,2	13,9	5,4	2,2
Produto interno bruto	3,7	0,5	2,1	-10,8	5,1	4,2	2,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,7	2,6	-7,6	6,6	3,8	1,7
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,0	14,1	15,5	14,8	13,0	12,6
Índice de preços no consumidor	3,2	0,8	0,7	-0,3	3,1	8,0	2,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,3	3,1	5,0	0,8	2,8	2,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,5	2,1	0,8	0,9	0,1	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,1	2,4	1,2	1,9	1,1	2,2
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 da recessão têm impacto nos mercados financeiros

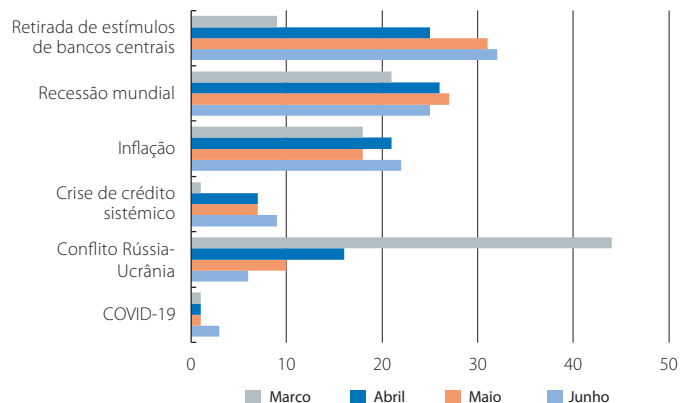
Incerteza e volatilidade, um binómio prejudicial para os mercados. A deterioração do sentimento dos investidores continuou durante todo o mês de junho e princípios de julho. Os receios de uma possível recessão económica, motivada pela direção da política monetária e pelas persistentes pressões inflacionistas, permaneceram entre as principais preocupações dos investidores. O pessimismo ganhou terreno à medida que o tom dececionante de alguns dados macroeconómicos nas principais economias avançadas contrastava com a determinação dos responsáveis das suas políticas monetárias de manter os planos de retirar os estímulos monetários, relativamente cedo no caso da Fed. Aspetos como a recuperação da atividade na China, após o grave confinamento de várias regiões em abril e maio, apenas impediram que o avanço da narrativa da recessão económica se repercutisse nos mercados financeiros e se materializasse num novo episódio de aversão ao risco. Assim, os mercados financeiros mundiais terminaram o 2T com o seu pior desempenho desde março de 2020.

A Fed mantém-se firme na sua batalha contra a inflação. Na sua reunião de junho, a autoridade monetária decidiu aumentar as taxas de juro em 75 p.b. para o intervalo 1,50%-1,75%, o maior ajustamento desde 1994. Apesar de, no período entre reuniões, vários membros da Fed terem declarado a intenção de as aumentar em 50 p.b., o aumento do IPC em maio (8,6% homólogo) e o aumento das expectativas inflacionistas justificaram o aumento mais forte da taxa dos *fed funds*. Tendo em conta o *dot plot*, os membros considerariam adequados aumentos semelhantes para as próximas reuniões, com o objetivo de situar a taxa oficial acima dos 3% até ao final de 2022 e acima dos 4% em 2023. Contudo, nas semanas que se seguiram, a defesa de Jerome Powell perante o Congresso dos EUA da necessidade de continuar a apertar as condições financeiras para dominar a inflação, apesar da fraqueza sentida em alguns indicadores económicos, alimentou os receios dos investidores de uma recessão económica durante os próximos meses. Esta reviravolta nas expectativas implicou a queda do rendimento da obrigação a 10 anos para abaixo dos 3% e a redução da inclinação da curva dos *treasuries*.

O BCE adere ao processo de normalização monetária, mas a um ritmo diferente. Na sua reunião de junho, embora deixando as taxas de juro inalteradas, o BCE adotou várias alterações nas ferramentas de política monetária. Por um lado, clarificou o *forward guidance* para os próximos meses. Comprometeu-se a aumentar as taxas em 25 p.b. na reunião de julho, e possivelmente mais 25 p.b. em setembro se as perspetivas de inflação a médio prazo permanecerem elevadas, bem como a antecipar uma tendência gradual mas sustentada de aumentos das taxas nos próximos trimestres. Por outro lado, a entidade confirmou a cessação das compras líquidas do APP a partir de 1 de julho.

Inquérito: qual considera ser principal risco nos mercados financeiros?

(% do total de inquiridos)

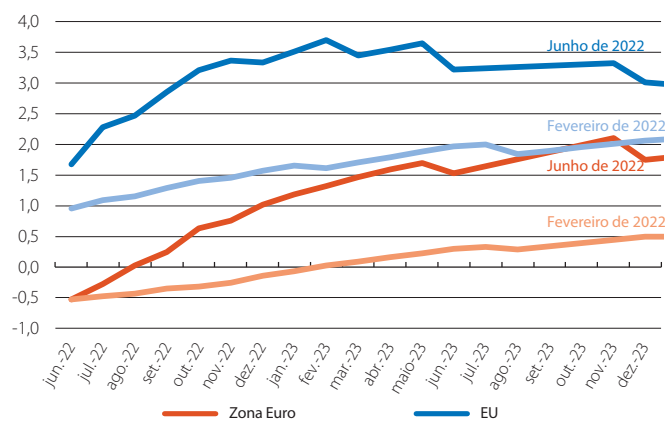


Nota: Inquérito realizado entre 288 gestores de ativos em diferentes países nas primeiras semanas do mês de referência.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bank of America Global Fund Manager Survey.

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

(%)

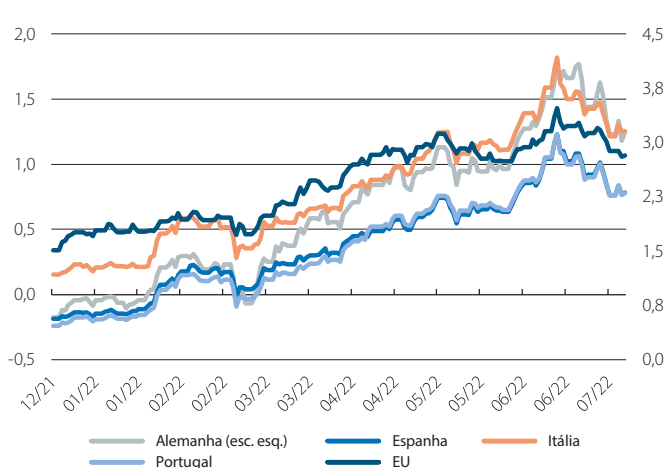


Nota: Forwards sobre o EFR e a taxa OIS da zona euro derivados a partir de curvas de juro de mercado.

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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos

(%)



Notas: EU, Espanha, Itália e Portugal, escala direita. Dados a 6 de julho de 2022.

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

O tom *hawkish* de Christine Lagarde e a falta de detalhes sobre possíveis ferramentas para evitar a fragmentação financeira da zona euro, motivaram a subida dos rendimentos das obrigações soberanas da região, especialmente as dos países periféricos. Perante o alargamento significativo dos prémios de risco destes países, a autoridade monetária reuniu-se de emergência para discutir a implementação de uma ferramenta «antifragmentação» para salvaguardar a estabilidade financeira. Os investidores receberam favoravelmente o acompanhamento do BCE e os diferenciais da dívida estreitaram-se, apesar da falta de mais detalhes por parte da entidade e da incipiente deterioração das expectativas de crescimento da zona euro.

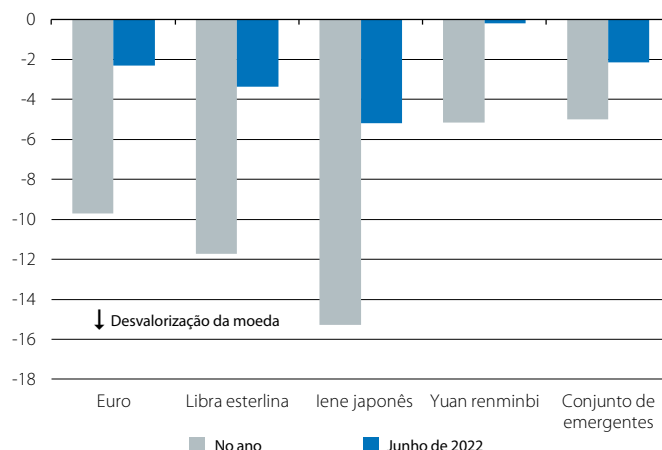
Os receios de recessão afundam o euro para mínimos de 20 anos. O aumento das restrições nos fluxos de gás natural russo para a Europa nas últimas semanas de junho acelerou os receios dos investidores quanto ao risco de recessão económica na zona euro. Este aspeto, a fraqueza observada nos inquéritos de atividade da região e o diferente ritmo da normalização monetária entre a zona euro e os EUA ajudaram na desvalorização do euro face ao dólar para o nível de 1,02 dólares em 6 de julho, o nível mais baixo desde 2002. O perfil do dólar como um ativo de refúgio aumentou a sua força face às restantes moedas do G-10 e dos mercados emergentes.

Os preços da energia permanecem no centro das atenções. O risco de recessão e a incerteza associada à evolução da guerra na Ucrânia continuam a dominar a evolução dos preços do petróleo e do gás natural europeu. A preocupação dos investidores sobre o impacto da recessão económica na procura global de petróleo ultrapassou as tensões existentes do lado da oferta (protagonizadas pelos limites à produção da OPEP e pelas sanções do ocidente sobre o crude russo), favorecendo a redução do preço do barril de Brent para 100 dólares, em 6 de julho. No entanto, no caso do gás natural, a redução de 40% do fluxo de gás russo para a Alemanha na época de acumulação de inventários e as dúvidas sobre o futuro da sua evolução para o inverno fizeram aumentar o preço do gás natural TTF em mais de 100% entre 14 de junho e 6 de julho.

A aversão ao risco afeta significativamente as bolsas. O cenário de incerteza e volatilidade teve um impacto negativo nos principais índices bolsistas, que no caso da S&P 500 registou o seu pior semestre desde 1970, acumulando um declínio de 20% desde o início do ano até 6 de julho. A rotação das carteiras para valores mais defensivos não evitou que o EuroStoxx 50 terminasse o mês de junho com um saldo negativo de cerca de 9%. O enfraquecimento dos indicadores económicos, a retórica *hawkish* dos bancos centrais e a persistência dos preços das matérias-primas em níveis elevados levaram muitas empresas cotadas a começar a alertar para um possível agravamento das suas margens nos próximos trimestres. De facto, o consenso dos analistas começou a ajustar em baixa as suas previsões de resultados para os próximos trimestres, um aspeto que também pesará sobre o ânimo dos investidores.

Moedas face ao dólar

(%)

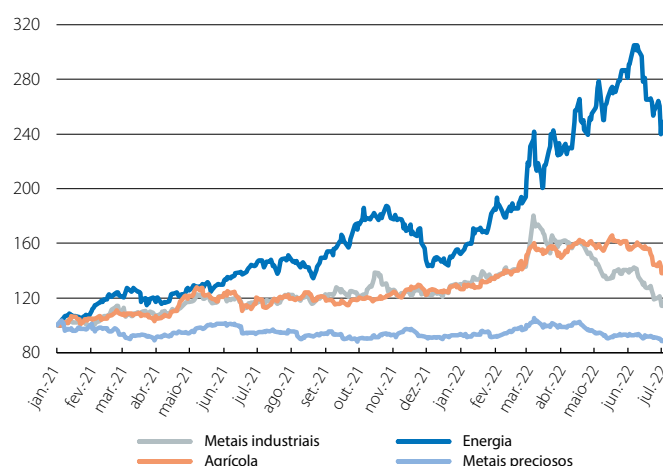


Nota: Os dados do ano abrangem o período até 5 de julho de 2022.

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

Preços das matérias-primas

Índice (100 = janeiro 2021)

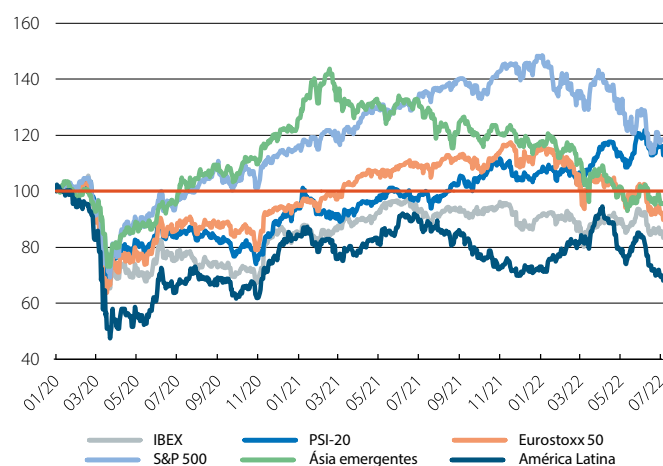


Nota: Dados a 6 de julho de 2022.

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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)



Nota: Dados a 6 de julho de 2022.

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

Perguntas e respostas sobre a Euribor

O BCE respondeu à intensificação das pressões inflacionistas na Zona Euro com um plano de retirada progressiva dos estímulos monetários: em primeiro lugar, através da cessação das compras líquidas de ativos no início de julho e, em segundo lugar, através de aumentos graduais das taxas de juro oficiais, com o objetivo de terminar o período de taxas negativas no 3T 2022.

Os mercados financeiros reagiram às medidas do BCE, com uma maior tensão das condições financeiras da região. Neste artigo vamos centrar-nos nos mercados interbancários e no seu indicador de referência, a Euribor que, no seu prazo a 12 meses (12M doravante), recuperou de -0,50% no final de 2021 para mais de 1,0% na segunda quinzena de junho, o seu valor mais alto desde o início de 2014. As seguintes perguntas, entre outras, serão respondidas abaixo: Por que motivo a Euribor subiu? O que podemos esperar nos próximos meses? Que impacto tem a subida na economia?

O que é a Euribor?

A Euribor é a taxa europeia de oferta interbancária (*Euro Interbank Offered Rate*, em inglês), ou seja, a taxa de juro à qual os bancos emprestam dinheiro entre si a diferentes vencimentos (uma semana, um mês, três meses, seis meses e um ano).¹ Para calcular a Euribor, os bancos do painel (atualmente 18) reportam diariamente ao European Money Market Institute (EMMI) a taxa à qual estes empréstimos foram produzidos e, para cada um dos vencimentos, é calculada a média, sem as observações mais extremas. Para as operações a um dia, a taxa de referência é conhecida como €STR e é calculada pelo BCE com uma metodologia semelhante à utilizada pelo EMMI para as várias taxas Euribor.

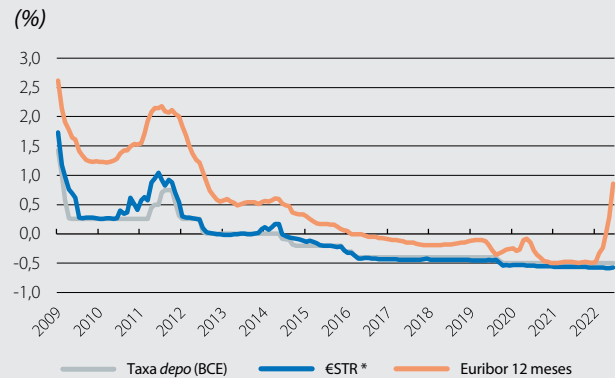
Qual é a relação entre a Euribor 12M e o BCE?

O BCE não estabelece a Euribor, mas as suas decisões determinam-na. Pode dizer-se que a Euribor 12M de hoje reflete, em certa medida, a média esperada para as taxas a curto prazo, por exemplo, a €STR, a taxa a um dia, durante os próximos 12 meses, mais um prémio.² A €STR, por sua vez, tem uma ligação estreita com a taxa de juro sobre a facilidade de depósito (*depo*), fixada pelo BCE, de modo que quando a *depo* aumenta (ou diminui) a €STR também o faz, aproximadamente na mesma magnitude. Assim, a Euribor 12M depende do que os mercados financeiros

1. São empréstimos *unsecured*, o que significa que não existe um colateral para garantir o reembolso do capital e dos juros no seu vencimento.

2. Este prémio reflete vários elementos, tais como o risco de contraparte esperado, o nível de liquidez do sistema financeiro ou a incerteza sobre a política monetária, entre outros fatores.

Zona Euro: taxa de juro sobre a facilidade de depósitos e taxas interbancárias a diferentes prazos



Notas: * A €STR existe desde outubro de 2019, para os períodos anteriores utilizamos a definição atual da EONIA (EONIA = €STR + 0,085 p. p.). Os dados correspondem à média mensal de observações diárias.

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

esperam que aconteça com as taxas de juro oficiais do BCE.

Para além de afetar a Euribor através das expectativas sobre a *depo*, o BCE também influencia a determinação do prémio temporário. Por exemplo, as operações de financiamento a prazo por parte do BCE, tais como as TLTRO, aumentaram a liquidez dos mercados interbancários, o que por sua vez resultou numa tendência de redução do prémio temporário e, por conseguinte, da Euribor.

Por que motivo a Euribor subiu em 2022?

O aumento da Euribor 12M desde o início do ano foi incentivado por uma mudança acentuada nas expectativas dos mercados sobre como o BCE irá atuar face às elevadas e muito persistentes taxas de inflação na Zona Euro (a 8,6% em junho). Assim, as taxas implícitas nos mercados monetários sobre a €STR, que podem ser interpretadas como a evolução esperada pelos mercados financeiros para a *depo*, aumentaram substancialmente em 2022 (ver segundo gráfico). Por outras palavras, enquanto em meados de janeiro estas taxas implícitas implicavam a primeira subida de taxas do BCE em fevereiro de 2023, agora incorporam em julho deste ano e esperam subidas de 1,25 p.p. antes do final de 2022. De facto, as referidas taxas implícitas revelaram uma volatilidade invulgar nas últimas semanas.

Irá a tendência ascendente da Euribor continuar nos próximos meses?

Se as expectativas dos investidores sobre o BCE forem cumpridas, a Euribor 12M continuará a aumentar. De facto, no nosso cenário central, prevemos que a Euribor 12M

recupere para 1,8% até ao final de 2023, um pouco abaixo do que os mercados financeiros esperam (2,0% até ao final de 2023, de acordo com as taxas implícitas de finais de junho). Esta diferença deve-se principalmente ao número de aumentos de taxas que antecipamos face às cotadas atualmente nos mercados. O BPI Research estima que o BCE irá aumentar a taxa da facilidade de depósito para 1,25% no final de 2023, enquanto os mercados esperam que este aumento seja de pelo menos 1,5%.

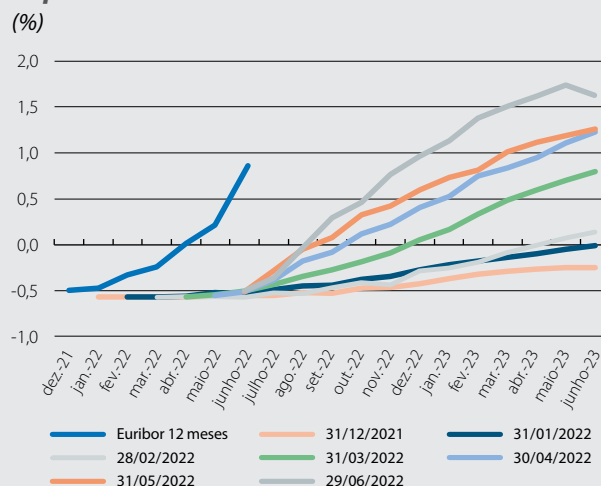
Contudo, se estas expectativas não se concretizarem e, por exemplo, o BCE aumentar as taxas de juro de forma mais agressiva, a Euribor 12M poderá subir acima do seu nível atual. De igual modo, se a normalização das taxas de juro oficiais fosse encurtada por um abrandamento pronunciado da atividade económica com efeitos desinflacionistas, o aumento da Euribor 12M seria mais moderado.

Que importância tem a Euribor no dia a dia das famílias e das empresas?

A importância da Euribor deve-se ao seu papel como índice de referência para uma grande parte da dívida privada, tanto das famílias como das empresas. De facto, a Euribor é utilizada como referência nos empréstimos hipotecários, empréstimos sindicados e emissões de dívida a taxa variável, entre outros instrumentos financeiros.

No caso dos empréstimos para compra de habitação, o Banco de Portugal revela que mais de 93% dos contratos vigentes em 2020 era a taxa variável, com 24,5% desses a utilizarem a Euribor 12M como índice de referência (e que aumenta para 37,4% quando considerado o montante em dívida). Normalmente, pelo menos uma vez por ano, a taxa de juro destes empréstimos é revista, pelo que o esforço hipotecário das famílias é afetado. Num artigo recente, apresentamos um exemplo ilustrativo sobre o impacto do aumento da Euribor nas prestações hipotecárias. Assim, recordando o exemplo prático usado nesse artigo (empréstimo de 120.000 euros, a 33 anos), estaríamos a falar de um aumento em torno de 100 euros da prestação mensal no final de 2022, em comparação com o que pagava no final de 2021.³

Euribor a 12 meses observada e taxas implícitas sobre a €STR



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

3. Para mais informações, ver Focus “**Como pode o aumento das taxas de juro afetar o orçamento das famílias em Portugal?**”, no IM06/2022

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	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	-0,20	-0,34	14	37,7	35,1
Euribor 12 meses	1,04	0,39	65	153,8	152,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	0,41	0,05	36	105,3	103,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	0,65	0,50	15	126,9	132,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	1,34	1,12	21	151,3	157,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	2,42	2,23	20	185,8	205,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,42	2,26	16	195,0	206,8
EUA					
Fed funds (limite superior)	1,75	1,00	75	150,0	150,0
Libor 3 meses	2,29	1,61	67	207,6	214,7
Libor 12 meses	3,62	2,74	88	303,6	337,5
Dívida pública a 1 ano	2,74	2,05	69	236,6	268,4
Dívida pública a 2 anos	2,95	2,56	40	222,1	272,0
Dívida pública a 10 anos	3,01	2,84	17	150,3	158,9

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	119	88	31	71,2	73,1
Itraxx Financeiro Sénior	128	97	31	73,6	75,1
Itraxx Financeiro Subordinado	245	184	61	137,4	145,8

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,048	1,073	-2,3	-7,8	-11,6
EUR/JPY (ienes por euro)	142,260	138,110	3,0	8,7	8,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,852	1,1	2,3	0,3
USD/JPY (ienes por dólar)	135,720	128,670	5,5	17,9	22,2

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	596,7	629,5	-5,2	3,2	7,6
Brent (\$/barril)	114,8	122,8	-6,5	47,6	52,8
Ouro (\$/onça)	1.807,3	1.837,4	-1,6	-1,2	1,1

Rendimento variável

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.785,4	4.132,2	-8,4	-20,6	-13,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.454,9	3.789,2	-8,8	-19,6	-15,4
Ibex 35 (Espanha)	8.098,7	8.851,5	-8,5	-7,1	-9,1
PSI 20 (Portugal)	6.044,6	6.257,5	-3,4	8,5	17,4
Nikkei 225 (Japão)	26.393,0	27.279,8	-3,3	-8,3	-8,3
MSCI emergentes	1.000,7	1.077,7	-7,1	-18,8	-26,2

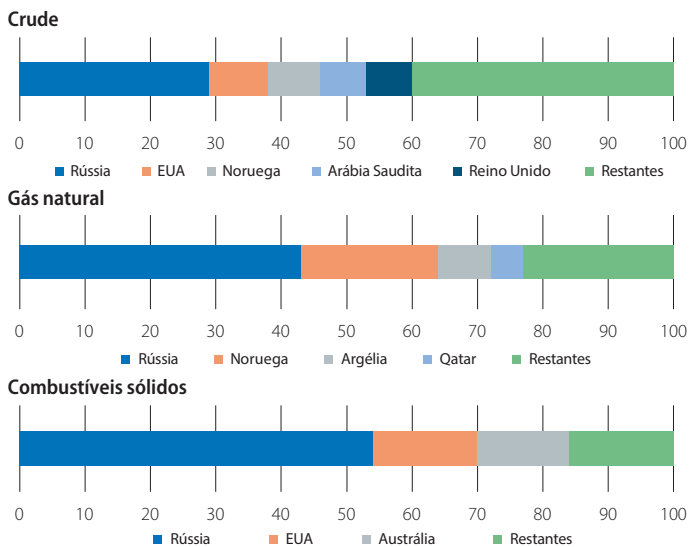
Avizinha-se um outono tempestuoso

A guerra na Ucrânia continua a condicionar o cenário internacional, não só devido ao aumento da incerteza, mas também devido às consequências de transformar o crude e o gás em «armas de guerra». De facto, as potências ocidentais procuram limitar as exportações russas de energia para diminuir os recursos do país eslavo, enquanto a UE procura alternativas para reduzir a sua dependência da energia russa. Por sua vez, a Rússia, responde ao procurar mercados alternativos para o seu crude (principalmente Índia e China), enquanto reduz as suas exportações de gás para a Europa. Estas dinâmicas introduzem uma elevada volatilidade nos mercados da energia e incerteza nos cenários económicos, enquanto disparam os preços do gás e do crude, que subiram mais de 130% e 45%, respetivamente, até ao início de julho.

A economia global encontra-se numa das alturas mais complicadas dos últimos 40 anos. Os bancos centrais enfrentam o difícil desafio de controlar uma inflação a níveis recorde, tentando levar a economia a «bom porto». No entanto, a agressividade dos aumentos de taxas previstos (especialmente nas grandes economias desenvolvidas) para conter as expectativas de inflação aumenta o risco de a tão temida estagflação se materializar em 2023. Este ainda não é o nosso cenário central, embora as expectativas de inflação e de taxas de juro mais elevadas estejam a provocar uma revisão generalizada dos cenários. No nosso caso, aumentamos as nossas expectativas de inflação em todos os países e regiões, tanto em 2022 como em 2023, enquanto reduzimos substancialmente a nossa previsão de crescimento para os EUA e a zona euro no próximo ano, o que reduziria o crescimento esperado para o conjunto dos países desenvolvidos em 2023 em 0,7 p. p. para 1,6%. Por sua vez, a previsão para o conjunto dos mercados emergentes em 2023 mantém-se inalterada nos 4,7% publicados em junho. De facto, o maior crescimento esperado para os exportadores de energia e produtos agrícolas, graças ao forte aumento dos preços destes produtos, irá compensar a deterioração dos importadores líquidos, enquanto mantemos inalteradas em 5,2% as previsões de crescimento da China para o próximo ano. Consequentemente, continuamos a antecipar um crescimento mundial de 3,2% em 2022, enquanto revemos em baixa a estimativa para 2023, em 0,3 p. p. para 3,4%.

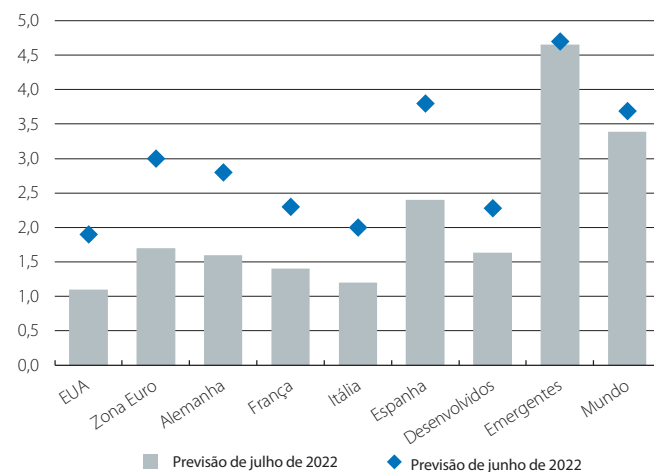
Nos EUA, os indicadores apontam para alguma melhoria da atividade no 2T, apesar de os riscos permanecerem elevados. Após um início de ano dececionante (-0,4% em cadeia no 1T), vemos que a economia deverá crescer a um ritmo de cerca de 0,5% no 2T. O consumo continuará a mostrar um dinamismo notável, sustentado por um mercado de trabalho robusto (a taxa de desemprego está em mínimos de 3,6%) e pela utilização da poupança acumulada pelas famílias nos meses anteriores (a taxa de poupança caiu para 5,4% em maio, em compara-

UE: principais fornecedores de energia (% do total em cada tipo de produto)



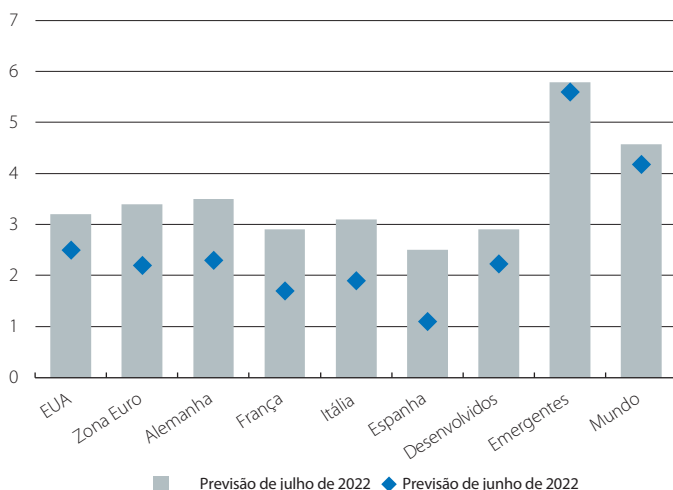
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Global: PIB 2023 Variação anual (%)



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

Global: inflação 2023 (%)



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

ção com 8,0% no 4T 2021) (ver o Focus «EUA: como pode a poupança acumulada apoiar a economia?» nesta edição da *Informação Mensal*). No entanto, o desempenho decepcionante dos principais indicadores de confiança em junho atenua as expectativas para o final deste ano. Grande parte deste otimismo reduzido deve-se a receios alimentados pelos contínuos aumentos de custos e pela inflação elevada (em maio, a inflação geral era de 8,6% e a subjacente de 6,0%), bem como ao intenso aperto das condições financeiras por parte da Fed.

De facto, revimos em alta as previsões para a inflação geral na média de 2022 (+0,8 p. p. para 7,8%) e em 2023 (+0,7 p. p. para 3,2%), o que foi acompanhado de um novo ajustamento em alta nas taxas de juro. Além disso, a Fed reiterou o seu compromisso de controlar a inflação, mesmo que isso aumente o risco de recessão, algo que os mercados financeiros começam a descontar. Neste contexto, revemos novamente em baixa as nossas previsões de crescimento: -0,2 p. p. para 2,2% em 2022 e -0,8 p. p. para 1,1% em 2023. No perfil trimestral antecipamos um arrefecimento acentuado da atividade neste inverno.

A zona euro enfrenta grandes desafios nos próximos meses.

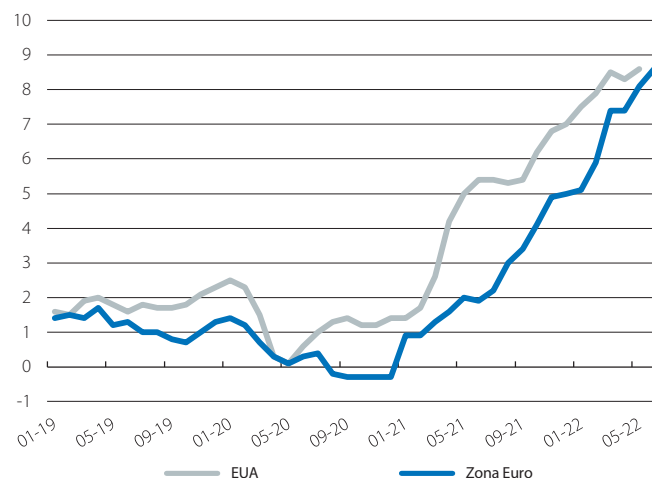
Os principais indicadores de confiança em junho permanecem em torno dos baixos níveis a que caíram em março, após a invasão na Ucrânia. Além disso, em junho algumas sondagens de opinião começam a apontar para um abrandamento do setor dos serviços que, até agora, apresentava boas perspectivas graças ao levantamento das restrições da COVID e à possibilidade do primeiro verão «normal» desde o início da pandemia. Neste sentido, o aumento do custo dos serviços é também motivo de preocupação, advertindo que a inflação está a ser transferida dos bens para o resto dos componentes do cabaz: em junho, a inflação geral atingiu 8,6% e a subjacente 3,7%. Deste modo, revemos em alta a nossa previsão de inflação geral: 0,7 p. p. para 7,5% na média de 2022 e 1,2 p. p., para 3,4% em 2023.

Este «cocktail» de inflação elevada e maiores taxas de juro explica a revisão em baixa de 1,3 p. p. do crescimento previsto para a zona euro em 2023 para 1,7%, depois dos 2,9% previstos este ano. Por enquanto, esperamos que a zona euro evite a recessão graças ao dinamismo do mercado de trabalho, à poupança acumulada durante a pandemia e às medidas fiscais nacionais implementadas para compensar o aumento da inflação, embora deva estagnar praticamente no 4T 2022 e no 1T 2023. No entanto, os riscos estão claramente concentrados em baixa, especialmente dada a possibilidade, nada insignificante, de a Rússia cortar o fornecimento de gás à região.

Os países da UE estão a acelerar o processo de acumulação de inventários de gás para tentar cumprir o objetivo de atingir 90% da capacidade máxima de armazenamento em novembro (inferior a 60% no início de julho). A Alemanha é um dos países mais afetados por estes cortes, uma vez que o gás russo representa mais de 60% do seu consumo total. Isto explica porque é que o governo alemão já ativou o segundo dos três níveis do seu plano nacional de emergência energético e apela à população para reduzir o seu consumo de energia.

EUA e Zona Euro: IPC

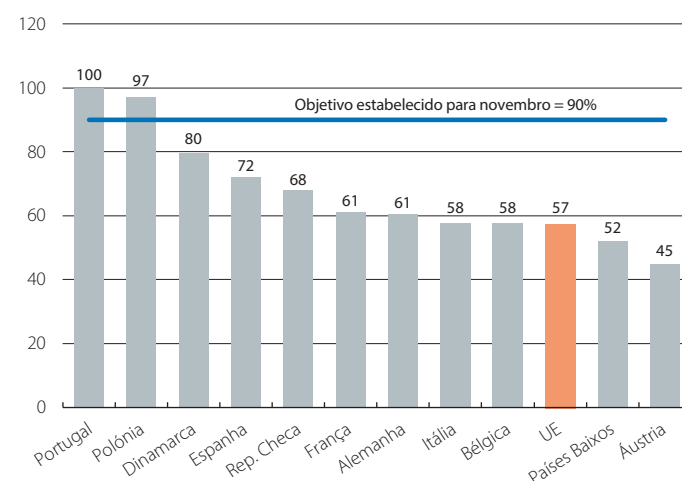
Variação homóloga (%)



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

UE: armazenamento de gás *

(% da capacidade total)

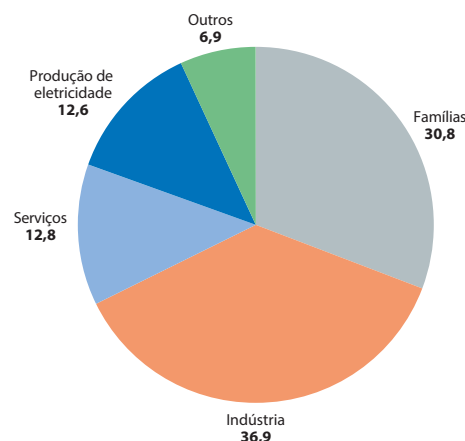


Nota: * Dados de 27 de junho de 2022.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Aggregated Gas Storage Inventory.

Alemanha: consumo de gás por setores

(% do total de gás importado)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da ECONtribute. Policy Brief n.º 028.

EUA: como a poupança acumulada pode apoiar a economia?

A queda acentuada no consumo dos EUA, especialmente nos meses de elevadas restrições à mobilidade, combinada com a solidez apresentada pelos rendimentos dos cidadãos, graças aos fortes estímulos fiscais em 2020 e início de 2021, levou a um aumento sem precedentes da taxa de poupança das famílias: de níveis a rondar os 8% antes da pandemia para máximos acima dos 30% na primavera de 2020 (ver primeiro gráfico).

Apesar de a taxa de poupança estar atualmente muito abaixo dos níveis pré-pandemia (5,4% em maio), é um facto que a poupança acumulada durante 2020 e 2021 pode continuar a favorecer o consumo no resto de 2022 e em 2023. De quanto é que estamos a falar?

Excesso de poupança: acumulada? gasta?

O primeiro passo consiste em estimar o que tem sido referido como «excesso de poupança». Recordemos que a poupança é uma variável de fluxo e define-se como a diferença entre o rendimento bruto disponível das famílias e a sua despesa total (consumo privado e pagamentos do serviço da dívida e outras transferências). Para estimar a poupança acumulada, calculamos a diferença entre os níveis de rendimento disponível e despesa observados com aqueles que teriam ocorrido na ausência da pandemia, ou seja, os níveis contrafactuais se o ritmo de crescimento médio observado nos cinco anos anteriores à pandemia tivesse sido mantido (ver segundo gráfico).

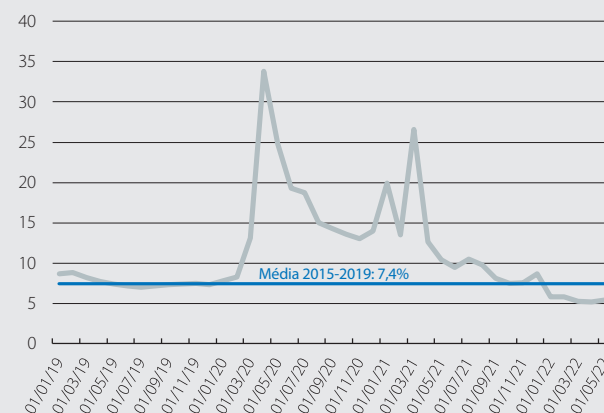
Esta quantificação mostra que as famílias acumularam aproximadamente 2,5 triliões de dólares em excesso de poupanças entre o 1T 2020 e o 3T 2021 (12% do PIB). Trata-se de um montante muito elevado, e claramente superior ao de outras economias avançadas, onde também se implementaram ajudas públicas significativas (embora menos generosas do que nos Estados Unidos) para mitigar os efeitos adversos da pandemia nas famílias. Por exemplo, no conjunto da zona euro, essas poupanças são estimadas em pouco mais de 0,8 triliões de euros (7% do PIB) e no caso de Portugal estamos a falar de 7 000 milhões de euros (cerca de 3% do PIB).¹

No entanto, as famílias dos EUA já utilizaram parte deste excesso de poupança para financiar um maior consumo desde o início de 2022, em resposta ao aumento da inflação. Em concreto, de acordo com as nossas estimativas, estaríamos a falar de 100.000 milhões de dólares, ou seja, um pouco menos de 5% face ao montante acumulado anterior. Se a tendência dos últimos meses se mantiver, as famílias levariam quatro a cinco anos a gastar todas as

1. Os valores podem variar ligeiramente de acordo com a metodologia usada.

EUA: taxa de poupança das famílias

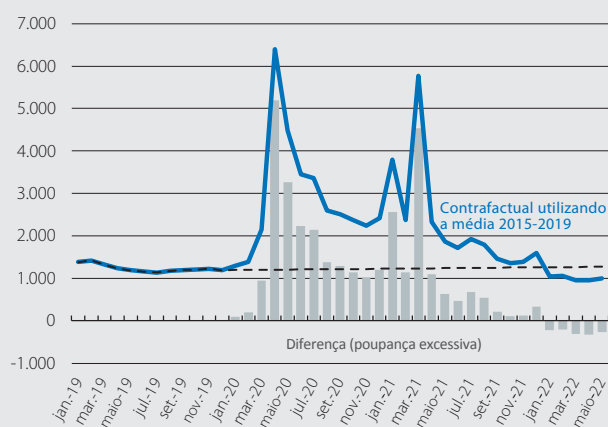
(% do rendimento bruto disponível)



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

EUA: nível de poupança das famílias

(Mil milhões de dólares) *



Nota: * Valores mensais expressos em termos anualizados.

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

suas poupanças acumuladas em excesso, o que implicaria um total de 500.000 milhões por ano (cerca de 2,4% do PIB).

Quanto é que os agregados familiares poderiam continuar a gastar nos próximos trimestres?

No entanto, a relação entre o consumo e o excesso de poupança acumulado não é constante nem diretamente proporcional. Diferentes elementos influenciam esta relação, pelo que é necessário analisá-los para dar resposta à questão de quanto apoio a poupança acumulada poderia realmente significar para o consumo nos próximos trimestres.

O primeiro elemento a ter em conta é a forma como as famílias distribuíram esta poupança acumulada entre os vários ativos disponíveis, uma vez que os diferentes graus de liquidez dos ativos apontam para uma capacidade de

consumo diferente a curto prazo. Neste sentido, embora os fluxos para ações e fundos de investimento, bem como para novas hipotecas, estivessem acima das suas respetivas médias históricas recentes, a verdade é que a maior parte do excesso de poupanças foi dirigida a depósitos e dinheiro, ativos altamente líquidos (ver terceiro gráfico). Trata-se de uma distribuição que deve favorecer uma elevada disposição para os gastos. No entanto, isto não parece estar a acontecer.

Um segundo aspeto a ser analisado é a distribuição do excesso de poupança pelos agregados familiares de acordo com o seu nível de riqueza, uma vez que as famílias de baixos rendimentos têm uma elevada propensão marginal para o consumo. O contrário acontece com as famílias de rendimentos elevados.² Assim, neste ponto, seria necessário estimar a atual distribuição do excesso de poupança e da propensão marginal para o consumo de acordo com o rendimento das famílias, em ambos os casos.

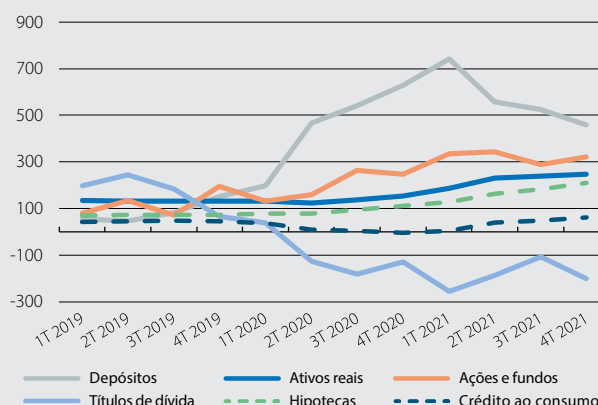
Em termos de distribuição, diferentes estudos mostram que as famílias americanas com os rendimentos mais elevados (no percentil superior 20%)³ poderiam ter captado entre 40% e 65% deste excesso de poupança. Assim, considerando a sua menor propensão marginal para o consumo, isto significaria um menor impulso ao consumo do que se a distribuição tivesse sido mais proporcional em todos os agregados familiares. Em termos de propensão para o consumo, diferentes estudos mostram números muito diferentes. Assim, enquanto uma análise da Reserva Federal de Boston de 2019 apresentava uma estimativa de [0,218; 0,166; 0,002; 0,002; 0,015], de menor percentil de rendimento para maior; outro estudo da Penn Wharton em 2021 classificou-os como muito mais elevados ao considerar as particularidades associadas à pandemia atual: [0,55; 0,40; 0,22; 0,13; 0,12].

Se considerarmos estas últimas propensões, ao estarem mais alinhadas com a situação atual, e uma distribuição da poupança em linha com a acima mencionada, estimamos que os agregados familiares poderiam acabar por gastar cerca de 525.000 milhões de dólares (em termos nominais), ou seja, 20% do total da poupança extra acumulada. Neste sentido, e tendo em conta que já gastaram 100 000 milhões, restariam ainda 425.000 milhões para alavancar os próximos trimestres (cerca de 1,8% em termos de PIB).

No entanto, este é um valor que, mais uma vez, precisa de ser considerado tendo em conta um terceiro elemento, a confiança. A vontade dos agregados familiares de utilizar as poupanças acumuladas dependerá também das suas expectativas sobre a sua situação económica e financeira no futuro. A este respeito, de acordo com o inquérito da

EU: entradas líquidas em ativos e passivos das famílias

(Milhares de milhões de dólares) *



Notas: * Média móvel de quatro trimestres. «Depósitos» inclui numerário, contas à ordem e de poupança.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Board of Governors of the Federal Reserve System (Flow of Funds).

Universidade de Michigan, as perspetivas económicas dos consumidores deterioraram-se em junho para os níveis mais baixos desde 1980, o que poderia apontar para uma maior cautela no recurso a esta almofada financeira, pelo menos a curto prazo.

Cenário de soft(ish)-landing

Em suma, e de acordo com a nossa análise, a poupança realizada poderia representar um consumo extra de cerca de 400.000 milhões de dólares (em termos reais) durante o próximo ano e meio, com base numa poupança total acumulada de 12% do PIB ao longo da pandemia. Juntamente com o bom momento no mercado de trabalho, este fator de apoio (que representa cerca de 1,5% do PIB) permitirá, na nossa opinião, aos agregados familiares norte-americanos resistir, em grande parte, aos efeitos negativos resultantes da elevada inflação e do *stress* financeiro à rápida retirada de estímulos monetários por parte da Reserva Federal.

Dito isto, a existência desta almofada de poupança não significa que a economia dos EUA não possa sentir um abrandamento acentuado. De facto, espera-se que o aperto das condições financeiras e a queda dos índices bolsistas (20% até agora este ano) tenham um impacto negativo no consumo nos próximos trimestres.⁴ No entanto, as poupanças acumuladas juntamente com a recuperação do mercado de trabalho e uma situação financeira robusta dos agregados familiares deverá servir para evitar um arrefecimento profundo e duradouro da atividade económica.

2. Isto significa que o aumento do consumo por cada aumento do rendimento disponível é maior para os agregados familiares com rendimentos mais baixos.

3. Percentil de 80 ao 100.

4. A Reserva Federal estima que o efeito riqueza de cada dólar de perda no património resulta numa redução da despesa privada de 3,5 a 5 centimos. Ver <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200121/200121pap.pdf>.

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	04/22	05/22	06/22
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	27,5	14,3	16,2	11,2	7,6	7,9	...
Confiança do consumidor (valor)	101,0	112,7	122,1	116,7	112,9	108,1	108,6	103,2	98,7
Produção industrial	-7,2	4,9	13,7	4,9	4,5	5,0	6,1	5,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	52,5	60,6	61,0	60,0	60,1	57,8	55,4	56,1	53,0
Habitações iniciadas (milhares)	1.396	1.605	1.591	1.569	1.679	1.720	1.810	1.549	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	228	267	262	274	283	299	312	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,1	5,4	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,6	3,6
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	56,8	58,4	58,0	58,6	59,2	59,9	60,0	60,1	59,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,2	-3,7	-3,5	-3,6	-3,7	-4,0	-4,0	...	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,2	4,7	4,8	5,3	6,7	8,0	8,3	8,6	...
Taxa de inflação subjacente	1,7	3,6	3,7	4,1	5,0	6,3	6,2	6,0	...

JAPÃO

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
Atividade									
PIB real	-4,5	1,7	7,3	1,2	0,4	0,4	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	31,0	36,3	36,1	37,5	38,3	34,8	33,0	34,1	32,1
Produção industrial	-10,6	5,6	18,4	6,6	1,1	-0,6	-3,4	-4,3	...
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	2,5	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	0,1	-0,3	0,6	0,3	-0,3	-1,0	-1,7	-2,2	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,0	-0,2	-0,7	-0,2	0,5	0,9	2,4	2,4	...
Taxa de inflação subjacente	0,2	-0,5	-0,9	-0,5	-0,7	-0,9	0,8	0,8	...

CHINA

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
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	-11,1	-6,7	...
Produção industrial	3,4	9,3	9,0	4,9	3,9	6,3	-2,9	0,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	50,5	51,0	50,0	49,9	49,9	47,4	49,6	50,2
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	524	680	604	636	680	732	742	777	...
Exportações	3,6	30,0	30,7	24,4	23,1	15,7	3,8	16,8	...
Importações	-0,6	30,1	44,2	25,4	23,7	10,0	-0,1	4,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	0,9	1,1	0,8	1,8	1,1	2,1	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	6,4	6,7	6,7

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	04/22	05/22	06/22
Vendas a retalho (variação homóloga)	-0,8	5,5	12,7	2,5	4,2	5,2	4,0	0,2	...
Produção industrial (variação homóloga)	-7,9	8,8	24,4	6,0	0,2	-0,1	-2,0	...	...
Confiança do consumidor	-14,2	-7,4	-5,6	-4,2	-7,6	-13,6	-22,1	-21,2	-23,6
Sentimento económico	88,3	110,8	111,0	117,3	115,6	111,2	104,9	105,0	104,0
PMI indústrias	48,6	60,2	63,1	60,9	58,2	57,8	55,5	54,6	52,1
PMI serviços	42,5	53,6	54,7	58,4	54,5	54,1	57,7	56,1	53,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	-1,5	1,2	2,1	2,1	2,1	...	-	...	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,0	7,7	8,1	7,5	7,1	6,8	6,7	6,6	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,7	3,6	3,7	3,5	3,3	3,0	2,9	2,8	...
França (% pop. ativa)	8,0	7,9	8,2	7,7	7,4	7,3	7,2	7,2	...
Itália (% pop. ativa)	9,3	9,5	9,8	9,1	9,0	8,5	8,3	8,1	...
PIB real (variação homóloga)	-6,5	5,6	14,7	4,0	4,7	5,4	-	...	-
Alemanha (variação homóloga)	-4,9	3,1	10,4	2,9	1,8	3,8	-	...	-
França (variação homóloga)	-7,9	7,2	19,2	3,0	4,9	4,5	-	...	-
Itália (variação homóloga)	-9,1	7,0	17,5	4,0	6,4	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	04/22	05/22	06/22
Inflação geral	0,3	2,6	1,8	2,8	4,6	6,1	7,4	8,1	8,6
Inflação subjacente	0,7	1,5	0,9	1,4	2,4	2,7	3,5	3,8	3,7

Setor externo

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	04/22	05/22	06/22
Balança corrente	2,0	2,7	3,3	3,3	2,7	1,9	1,5	...	...
Alemanha	7,1	7,4	8,1	7,9	7,4	6,7	6,2	...	...
França	-1,8	0,4	-0,6	-0,1	0,4	0,2	0,1	-0,1	...
Itália	3,8	2,4	4,1	3,6	2,4	1,5	1,0	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	93,9	94,2	94,9	94,0	92,7	92,6	90,4	90,2	90,3

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	04/22	05/22	06/22
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,3	3,5	2,3	1,8	3,3	4,4	5,2	5,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,2	3,8	3,9	4,1	4,1	4,4	4,6	4,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,2	1,2	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	1,5	...
Depósitos									
Depósitos à vista	12,9	12,6	12,4	11,4	10,5	9,1	8,1	7,7	...
Outros depósitos a curto prazo	0,6	-0,8	-0,6	-2,0	-1,5	-0,3	0,4	0,3	...
Instrumentos negociáveis	8,1	11,4	12,2	10,2	9,2	-0,1	1,3	-2,3	...
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: crescimento forte, futuro incerto

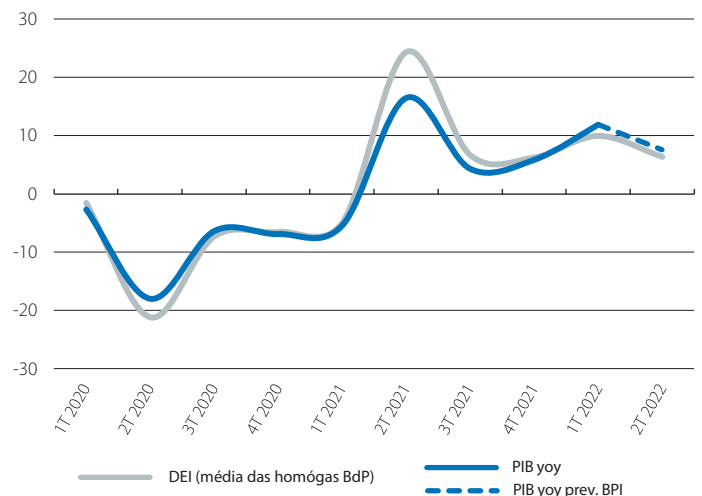
A dinâmica do 2T é positiva, mas os sinais para o resto do ano são de desaceleração. Quase finalizado o trimestre, o indicador diário de atividade, (considerando base 100 o 4T 2019), cresceu 2,6% em cadeia, sugerindo que a nossa previsão para o crescimento do PIB no 2T (0,3% qoq) poderá ser ultrapassada. O consumo continuará a ser a componente estrela, tendo em conta os indicadores parcelares (vendas a retalho, movimentos com cartões e vendas de automóveis). A resiliência do mercado de trabalho continua a suportar a despesa das famílias, pois em abril e maio, o número médio de desempregados caiu 10,7% face ao 1T. Mas, entretanto, os sinais são de que esta dinâmica poderá enfraquecer nos próximos meses, pelo menos tendo em conta a pioria da confiança das famílias e das perspetivas de negócio em todos os setores com exceção do setor industrial, no mês de junho. Durante o 3T, poderemos começar a sentir o impacto do abrandamento da atividade em importantes parceiros no desempenho das nossas exportações de bens e também em comportamentos mais cautelosos dos agentes económicos nacionais, embora estas dinâmicas possam ser compensadas pelo turismo, que se espera continue a recuperar. Os riscos acumulam-se no final do ano, dada a elevada incerteza em torno dos fornecimentos de energia no Inverno, sobretudo às economias do norte e centro Europeu. Por ora, mantemos cautela e admitimos que a economia estabiliza. Mas os riscos são negativos e crescentes.

Inflação não deu tréguas em junho. A estimativa rápida do INE de junho coloca novamente a inflação num patamar elevado, o valor mais alto desde dezembro de 1992 (8,7%). Apesar do ritmo de crescimento mensal do índice continuar elevado (+0,8%), é o mais baixo desde março, sinalizando a possibilidade de estarmos próximos do pico. Os produtos energéticos continuam a empurrar o índice global para cima (inflação de 31,7%, 27,3% em abril), e, numa altura em que o aumento de preços alimentares está mais estabilizado dependerá em boa parte dos preços da energia o comportamento mais ou menos exuberante do índice para os próximos meses.

Casas com forte valorização na fase inicial do ano. De facto, o IPH do INE cresceu 12,9% em termos homólogos no 1T 2022. É a variação mais elevada da série do INE e, em cadeia, igualou a anterior valorização mais forte (1T 2020, +3,8%). Este movimento colocou o valor médio das casas transacionadas em 185,6 mil euros. Os dados de que dispomos apontam para que esta tendência se tenha mantido no decurso do 2T: o valor mediano da avaliação bancária por metro quadrado (no âmbito de crédito habitação) aumentou em maio para 1380 euros (+3,7% face ao final do 1T), e o Índice de preços da habitação elaborado pela Confidencial Imobiliário vai no mesmo sentido (+3,9%). Acreditamos que a recente alteração da medida macroprudencial (relativa à maturidade máxima e à sua dependência da idade do mutuário nos novos empréstimos à habitação) e o ciclo de aumento das taxas de referência poderá refrear esta tendência, mas 2022 será um ano de valorização.

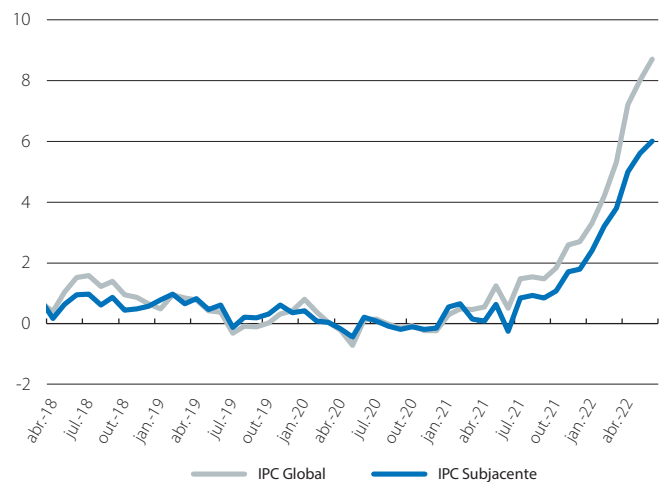
Portugal: indicador diário de atividade

Variação homóloga (%)



Portugal: IPC

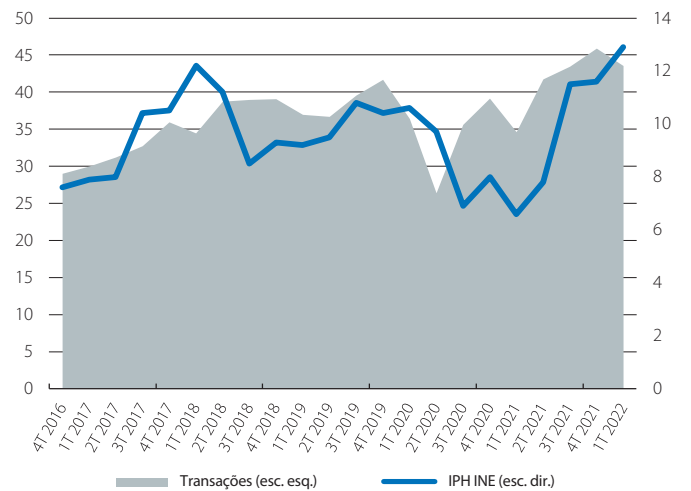
Variação homóloga (%)



Portugal: transações e preços das casas

Milhares

Var. homóloga (%)

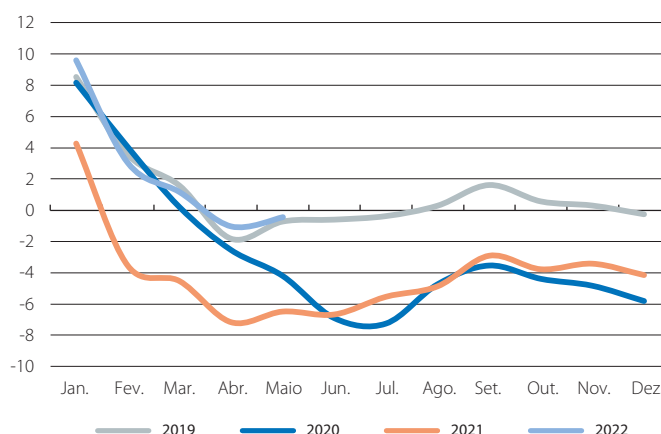


Prossegue a consolidação das contas públicas. Nos primeiros cinco meses do ano, o saldo consolidado do conjunto das Administrações Públicas (AP), na ótica de caixa, caiu para -0,4% do PIB, o que compara com um défice de 6,5% do PIB em igual período de 2021 e de -0,7% nos primeiros 5 meses de 2019. A melhoria face a 2021 resulta do crescimento substancial da receita (+16% homólogo), principalmente receita fiscal, em detrimento de uma queda da despesa total (-0,7%). O desempenho das contas públicas até maio associado à publicação a 24 de junho, de que no 1T 2022 o défice em sede de contabilidade nacional (oficial) foi de 0,4% do PIB, sustenta a estimativa do BPI Research de que em 2022 o défice poderá reduzir para um nível em torno de 1,7% do PIB (-2,8% em 2021). No entanto, importa destacar que o prolongamento do conflito Rússia-Ucrânia, os sinais de abrandamento da atividade económica e o aumento das taxas de juro (as yields das OT's 10 anos aumentaram 44 p.p. desde início do ano), constituem um desafio à manutenção desta trajetória.

Qualidade do crédito melhora no 1T. Com efeito, o rácio de crédito malparado melhorou para 3,6%, menos 1 décima do que no final de 2021 e menos 1 ponto percentual do que no período homólogo. A melhoria ocorreu tanto no segmento dos particulares como das empresas não financeiras. No primeiro, o rácio NPL caiu para 2,7% e no segundo segmento diminuiu para 8,0%. No mesmo período, a cobertura do crédito mal parado por imparidade também melhorou para 53,3% (52,5% no fecho de 2021, refletindo maior redução dos *non-performing loans* do que o acumular de imparidades. Entretanto, em maio o stock de crédito concedido ao setor privado cresceu 2,6% homólogo. O crédito a particulares manteve o ritmo de crescimento de abril (3,7% homólogo), mas o concedido a empresas não financeiras abrandou para 0,8%. Por sua vez, os depósitos do setor privado continuam a crescer a bom ritmo: +8,2% homólogo em maio, com os depósitos dos particulares a aumentarem 7,0% e os das empresas 11,8%.

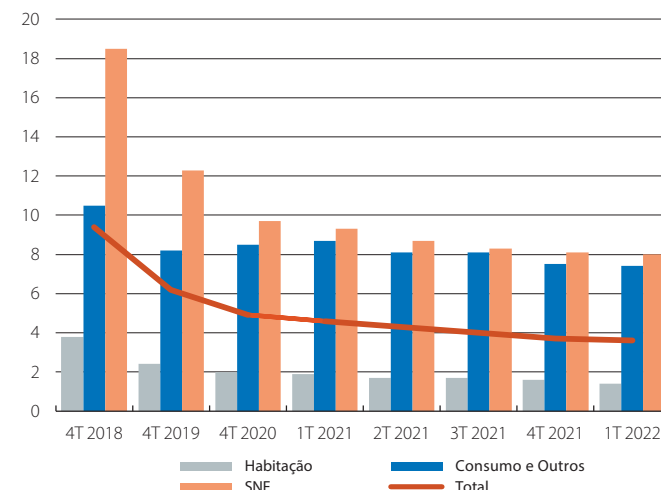
Normalização do turismo apoia contas externas. Em abril o número de hóspedes superou o mesmo mês pré-pandemia e em maio este número foi inferior em apenas 3%. O número de dormidas também foi inferior em somente 1% face a maio de 2019. Não obstante o ritmo de recuperação dos não-residentes ser mais lento que o dos turistas nacionais, estes dados são evidência de uma certa normalização do setor que se deverá prolongar e intensificar no 3T do ano. Paralelamente, o desempenho do setor dá suporte às contas externas do país: no acumulado do ano até abril, o saldo da Balança de Serviços é sensivelmente de 3 mil milhões de euros, mais de cinco vezes superior ao valor do período equivalente de 2021. Contudo, o facto de o país ser um importador líquido de energia, faz com que as contas externas sigam penalizadas pelos preços nos mercados internacionais das *commodities* associadas a esta componente: no acumulado dos últimos doze meses (até abril), o défice da balança corrente ascendeu a -3,7 mil milhões de euros (-1,8 mil milhões de euros nos 12 meses até abril de 2021).

Saldo Orçamental das Administrações Públicas (% PIB)



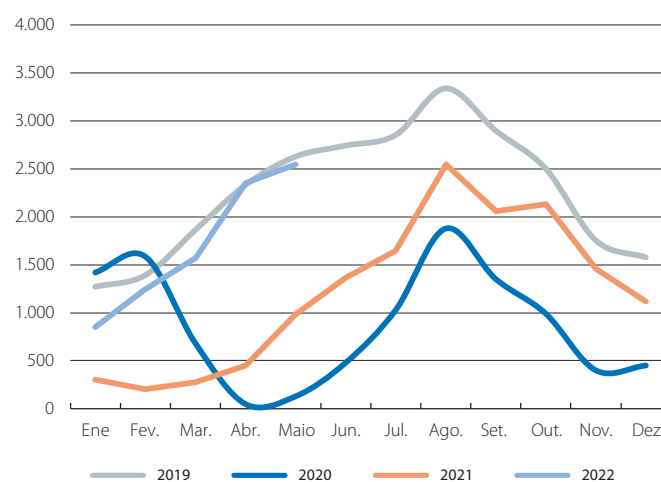
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Portugal: non-performing loans (% PIB)



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

Portugal: Número de Hóspedes Milhares



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

Portugal: como se relacionam salários e inflação?

Para responder à pergunta usámos os dados mensais publicados pelo INE relativos à remuneração bruta¹ mensal média por trabalhador. Os dados referem-se aos trabalhadores por conta de outrem, que em março de 2022 eram 4,300 mil e indicam que em março de 2022, a remuneração bruta total cresceu 2,2% homólogo, não muito diferente do crescimento médio homólogo de 2,5% registado no período pré-pandemia. Refira-se que em 2020-21 o crescimento médio foi superior, cerca de 3,5%, mas tal explica-se pelo facto de, durante a pandemia, os empregos mais afetados terem sido os mais frágeis e com remunerações mais baixas. Com efeito, os dados do emprego por conta de outrem mostram que os setores do alojamento e restauração e o das atividades administrativas e dos serviços de apoio (onde se incluem várias atividades relacionadas com o turismo) foram aqueles onde houve maior quebra de empregos e onde as remunerações são mais baixas.

Olhando apenas para os primeiros meses de 2022, observa-se uma ligeira tendência de aceleração nas remunerações pagas, que representarão, principalmente, uma normalização dos impactos vividos durante os anos de pandemia e que estão longe de representarem um fator de risco no que concerne à formação de pressões inflacionistas.

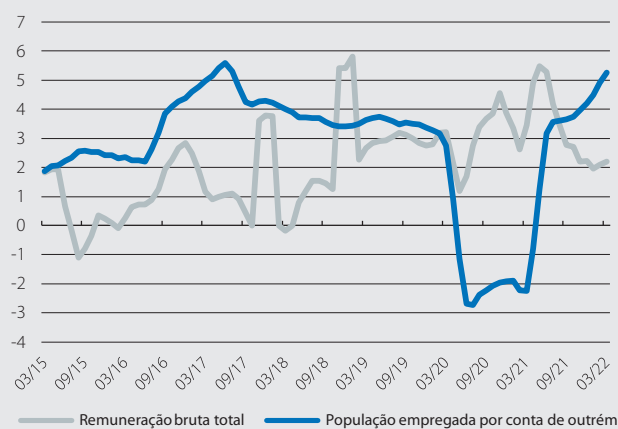
Esta perspetiva é também suportada pelo facto da proporção de trabalhadores que tiveram aumentos superiores a 3%² ser mais baixa nos primeiros meses de 2022 do que era antes da pandemia e do que foi, em termos médios, nos dois anos da pandemia. Assim, temos que em 2022 apenas 42,1% dos trabalhadores tiveram aumentos salariais superiores a 3%, o que compara com 55,5% em 2019 e 47,8% em 2020-2021. Adicionalmente observa-se que os setores que tiveram maiores aumentos são os que têm remunerações mais baixas e onde se concentrarão os trabalhadores cujo ordenado é o salário mínimo nacional,³ que em 2022 aumentou 6% face a 2021, menos do que se antecipa para a inflação este ano.

1. Remuneração bruta inclui remuneração líquida, em dinheiro ou em géneros, relativa ao período normal e extraordinário, incluindo horas remuneradas, mas não efetuadas (férias, feriados e outras ausências pagas), e subsídios de carácter regular, tais como alimentação, função, alojamento ou transportes, diuturnidades ou prémios de antiguidade, produtividade, assiduidade e isenção de horário, ou trabalhos penosos, perigosos, sujos, por turnos e noturnos. Apenas considera remunerações sujeitas a tributação e descontos para a segurança social ou caixa geral de aposentações. A remuneração bruta média é o rácio entre o somatório das remunerações pagas pelas empresas e os trabalhadores do respetivo setor.

2. Recentemente (em maio), Phillip Lane referiu que crescimentos salariais de 3% são consistentes com uma taxa de inflação de 2% no médio prazo.

3. Segundo o Banco de Portugal, em junho de 2021, 24,6% dos trabalhadores recebiam o salário mínimo nacional.

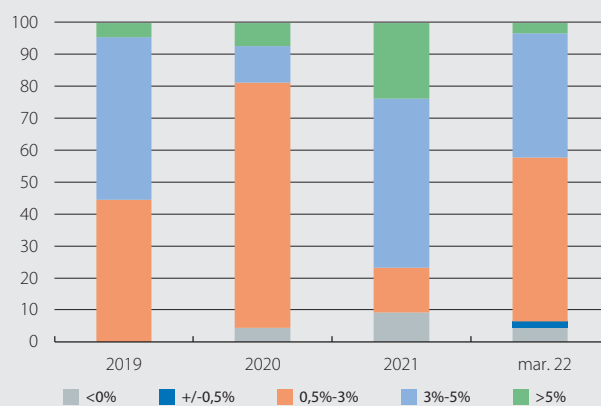
Portugal: salários e população empregada * (Variação homóloga, %)



Nota: * Os picos nos últimos meses de 2017 e 2018 devem-se à diferente forma de pagamento do subsídio de Natal aos funcionários públicos, que durante os anos da Troika foi sob a forma de duodécimos. Em 2017 começou a reposição do modelo anterior, através do pagamento de 50% no final do ano (mantendo-se os outros 50% em duodécimos) e em 2018 foi integralmente pago no fim do ano.

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

Portugal: variação da remuneração (% do total da população empregada por conta de outrem)



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

A evolução das remunerações apresenta diferenças dependendo do empregador, observando-se que o aumento salarial no setor privado é superior ao do setor público. Por exemplo, nos 3 primeiros meses de 2022, no setor público o aumento da remuneração média homóloga foi de 0,8% enquanto que no privado foi de 2,8%. Este facto, tem permitido a redução gradual do diferencial entre remunerações pagas pelos setores público e privado e explica-se pelo facto de os empregos cuja remuneração é o salário mínimo nacional se concentrarem no privado. Com efeito, em março de 2022, a remuneração bruta média no setor privado era equivalente a cerca de 70% da paga pelo setor público (61% em 2019).

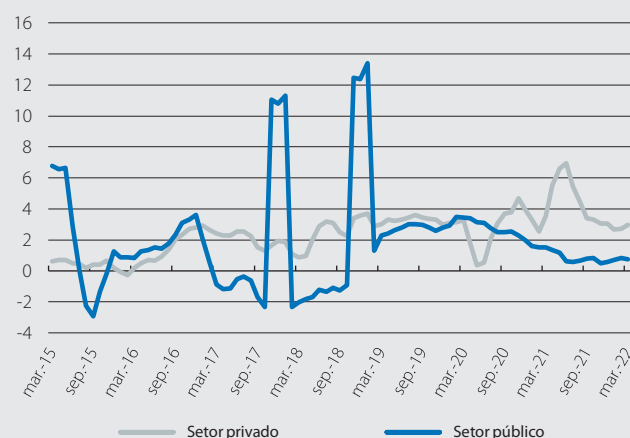
Também por setor, o comportamento dos salários apresenta diferenças significativas. Assim, enquanto que nos

setores da construção e serviços não turísticos os aumentos salariais superaram os 3%, no setor do turismo praticamente estagnaram, depois dos fortes aumentos no período pré-pandemia. Por sua vez, no setor público, que serve de referência para o resto da economia, os aumentos salariais rondam 1%, consideravelmente abaixo dos aumentos de 2019, 2020 e 2021.

Em suma, embora se verifiquem divergências na dinâmica remuneratória entre os vários setores não se observam para já fortes pressões salariais, na medida que para 57% da população empregada por conta de outrem os aumentos de remuneração foram, até março inferiores a 3% (nível que Phillip Lane referiu como compatível com uma taxa de inflação de 2%). Embora não se exclua a possibilidade que em setores, onde a escassez de mão-de-obra é mais notória, assistamos a aumentos salariais mais significativos, consideramos que no conjunto da economia os aumentos não se deverão afastar dos valores observados recentes, na medida em que as alterações são acordadas maioritariamente no início do ano (usando como referência as alterações no salário mínimo nacional e aumentos na função pública). Adicionalmente, a esperada desaceleração da atividade até ao final do ano também jogará um papel importante na limitação do crescimento salarial. Em suma, a evolução salarial em perspetiva, embora possa representar uma perda pontual de rendimento real, sinaliza que a economia não deverá perder competitividade externa por esta via. Por outro lado, é um movimento que não deverá gerar pressões inflacionistas adicionais.

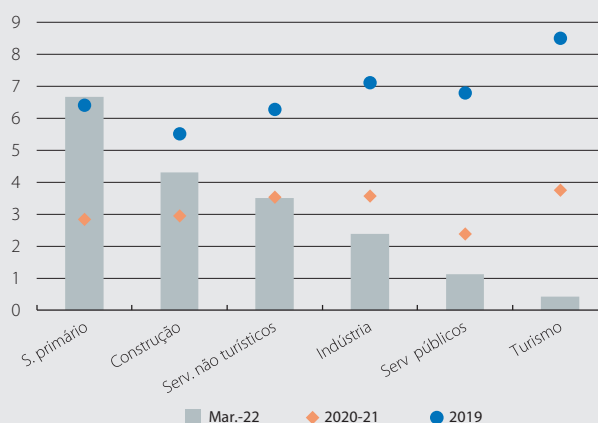
Teresa Gil Pinheiro

Portugal: evolução salarial por empregador (Variação homóloga, %)



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

Portugal: evolução salarial por setor (Variação homóloga %)



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

Turismo em Portugal: «I can see clearly now the rain is gone»

As nuvens cinzentas parecem dissipar-se no horizonte do setor turístico português. A maioria das restrições sanitárias associadas à pandemia foram levantadas e os viajantes mostram-se gradualmente menos receosos com este tema, o que se traduz numa recuperação da mobilidade associada ao lazer. Podemos confirmar isto com números: no 1T 2022 as exportações de serviços turísticos na Balança corrente atingiram já um valor equivalente a 95% do que registaram no trimestre homólogo pré-pandemia (2019). Mas nenhum número sozinho conta a história toda e neste artigo pretendemos dar um retrato mais fidedigno daquilo que aparenta ser a trajetória de recuperação do turismo nacional, mapeando as suas nuances, e dando pistas para o que resta deste ano.

Mapeando os caminhos da recuperação

Uma das mais concretas e recentes evidências da recuperação do turismo nacional está consubstanciada nos dados do setor referentes a abril – pela primeira vez desde o início da pandemia o número de hóspedes e dormidas excedeu em 1,6% e 1,1%, respetivamente, os valores do período homólogo pré-pandemia. Aqui reside a primeira nuance de destaque pois o ritmo de recuperação do turismo de residentes é mais forte. O número de turistas nacionais excedeu o número de abril de 2019 em 14%, mas os turistas não residentes foram ainda –6%. Dentro destes o comportamento também não é homogéneo, como podemos ver no primeiro quadro. Até ao 4T 2021 constatamos que nos países europeus a recuperação era mais forte, ou seja, o *gap* face aos números de 2019 era menor comparativamente a turistas originários de outros continentes. Já em abril 2022 observamos alguns países emissores (EUA, Brasil) a encurtarem esse *gap* de forma mais significativa do que, surpreendentemente, a vizinha Espanha. Por outro lado, os quatro maiores mercados emissores antes da pandemia (Reino Unido, Alemanha, Espanha e França), que no seu conjunto representavam em 2019 quase metade dos turistas estrangeiros que nos visitavam, apresentaram também entre si disparidades de recuperação. Reino Unido (+6%) e Alemanha (+48%) em abril já superaram o homólogo de 2019, enquanto França (–11%) e principalmente Espanha (–34%) ainda ficam aquém.

Quando olhamos para o número de turistas numa perspetiva regional constatamos que Alentejo e RA Açores foram as localizações que registaram as menores quebras de turistas durante o período da agressiva vaga pandémica do 1T 2021, por contraponto com o Algarve (–89%) e com Lisboa (–86%). Isto poderá ser explicado não só porque os turistas procuraram destinos com menor aglomeração de pessoas, mas também, no caso de Lisboa, por

Variação de turistas não residentes face ao período homólogo de 2019

(%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
TOTAL	–94	–83	–53	–31	–29	–6
Reino Unido	–97	–80	–61	–35	–21	6
Alemanha	–93	–84	–57	–1	–6	48
Espanha	–92	–70	–37	–27	–44	–34
França	–91	–83	–32	–9	–15	–11
Europa (outros)	–93	–81	–44	–16	–22	–9
Brasil	–95	–93	–85	–55	–47	15
EUA	–97	–94	–63	–37	–9	–18
China	–99	–98	–94	–91	–85	–74
Outros n.e.	–93	–87	–66	–49	–38	–12

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

Variação global de turistas face ao período homólogo de 2019 por região

(%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
Total		–64	–31	–19	–19	2
Norte	–78	–59	–28	–17	–14	8
Centro	–81	–54	–25	–18	–15	–1
AM Lisboa	–86	–75	–49	–28	–27	–3
Alentejo	–72	–42	–14	–9	–9	5
Algarve	–89	–67	–29	–18	–21	–4
RA Açores	–68	–58	–22	–8	–8	–5
RA Madeira	–84	–65	–5	0	–9	29

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

Variação do nº de dormidas face ao período homólogo de 2019 por tipo de estabelecimento

(%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	Abr.-22
TOTAL	–84	–68	–31	–17	–19	1
*****	–92	–65	–27	–12	–21	17
****	–89	–70	–31	–18	–21	1
***	–80	–67	–31	–16	–18	0
** / *	–76	–65	–37	–23	–20	–6
Apartamentos turísticos	–80	–73	–37	–21	–19	–9
Alojamento local	–75	–66	–37	–20	–15	–4
Turismo no espaço rural	–63	–28	8	33	31	33

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

uma quebra significativa nos hóspedes associados a viagens de negócios para reuniões, congressos e outros eventos de cariz profissional. As zonas do país que contri-

buíram decisivamente para que o número de hóspedes em abril fosse superior ao homólogo de 2019 foram o Norte, o Alentejo e a Madeira; esta última excedendo em 29% o número de 2019.

No que diz respeito à tipologia do alojamento os últimos dados mostram também que os hotéis por definição mais caros (de 4 e 5 estrelas) são os únicos que superaram o número de dormidas de abril de 2019. As famílias com maiores recursos terão sido as que acumularam mais poupanças durante o período pandémico e agora, face às reduzidas restrições sanitárias, canalizam-nas para lazer e viagens. Outro facto assinalável são os alojamentos em espaço rural, cujas dormidas superaram logo no 3T 2021 o número homólogo de 2019 e que desde o 4T 2021 são superiores em 30% de forma consistente. Numa primeira fase a procura por estes alojamentos proporcionava a possibilidade de fazer férias com maior distanciamento social, mas atualmente parece representar uma tendência mais persistente de descoberta de destinos alternativos aos mais tradicionais/massificados; e também um tipo de turismo com maior marca de sustentabilidade (aspeto cada vez mais valorizado por quem procura viajar).

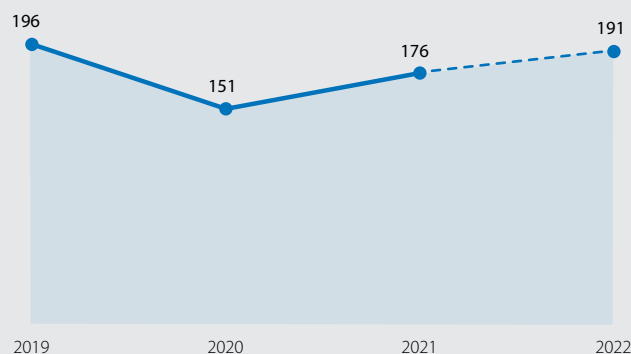
Perspetivas para 2022

Alguns dados fornecem otimismo para o que resta do ano. No período pré-pandemia os turistas não-residentes representavam 60% do total e uma recuperação plena do setor só poderá ser feita com o regresso desses viajantes. Como a grande maioria das deslocações de não residentes são feitas por via aérea, a recuperação do setor da aviação evolui em paralelo com a dinâmica de recuperação destes turistas. O número de rotas diretas (ligações entre aeroportos) em 2019 era de 196. Depois de -45 rotas em 2020 e -20 em 2021, para este Verão IATA¹ são já esperadas 191 (apenas -5, sendo que nestas se incluem rotas para Ucrânia e Rússia). Ou seja, está prevista capacidade instalada compatível com uma recuperação quase plena do setor. Os dados do número de voos realizados também corroboram as perspectivas de recuperação com o diferencial face ao número de voos de 2019 a diminuir mensalmente desde março. Como podemos ver no último gráfico este *gap* em maio foi de apenas -2% e na primeira metade de junho o número de voos é apenas -1% comparativamente ao mesmo período de 2019.

Perspetivando o período mais forte do turismo nacional, os dados sobre reservas de voos para a época de Verão divulgados recentemente pelo WTTC² são muito encorajadores: Portugal é o 4º destino mais popular da Europa neste Verão com apenas -9% de chegadas face ao nível

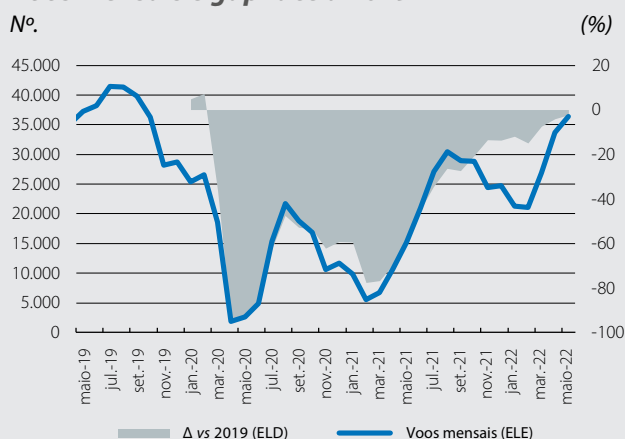
Rotas nos aeroportos nacionais

Número



Fonte: BPI Research, a partir de dados da ANA - Aeroportos de Portugal.

Voos mensais e gap face a 2019



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

pré-pandémico. Este nível é superado em mercados emissores como o dos EUA, Holanda, Dinamarca e Alemanha em 41%, 36%, 29% e 11%, respetivamente. Contudo, o tom otimista não nos deve fazer esquecer uma das grandes tendências que emergiu nos tempos recentes: os turistas aspiram à possibilidade de cancelamento de reservas cada vez mais próximo à data da viagem.

Em suma, não obstante possíveis freios a esta dinâmica vindos da inflação, de novas variantes Covid ou de um potencial agravamento da guerra na Ucrânia, os dados atuais sustentam o otimismo. Contudo, o BPI Research não perspetiva que o setor recupere já para os números de 2019, o que só deverá acontecer em 2023.

Tiago Belejo Correia

1. Verão IATA refere-se ao período entre final de março e final de outubro de cada ano

2. World Travel & Tourism Council com base em dados da Forwardkeys, uma empresa especializada em fornecer *business intelligence* à indústria das viagens e turismo.

Portugal: como se comportou o investimento desde a pandemia e quais as tendências de longo prazo?

O impacto da pandemia no investimento foi desigual entre as suas várias componentes. Após março 2020, este caiu abruptamente, refletindo quebras no investimento em maquinaria e, sobretudo, transportes. Mas na construção continuou a aumentar e em produtos de propriedade intelectual praticamente estabilizou até meados de 2020, retomando a partir daí uma tendência de crescimento. Atualmente todas as componentes, com exceção do material de transportes superaram os níveis de final de 2019.

Resumidamente, no 1T 2022, o investimento superou em 10% o nível no 4T 2019, motivado pelo crescimento de 11% na construção, 6% em maquinaria e 13% em produtos de propriedade intelectual. Por sua vez, o investimento em material de transportes continua cerca de 16% abaixo do nível pré-pandémico.

O gap deste último explica-se pelo facto de a pandemia ter afetado especialmente atividades em que o trabalho presencial é mais intenso, como é o caso dos transportes que foram particularmente afetados pelas restrições à mobilidade. Acresce que este foi um dos setores onde mais se sentiu a escassez de materiais e componentes derivadas dos problemas nas cadeias de oferta globais. Em contrapartida o setor da construção, apesar de também ser uma atividade tipicamente presencial, beneficiou do bom enquadramento do mercado imobiliário, com destaque para o residencial, que continua a registar escassez de oferta. O incremento de obras públicas no período pré eleições autárquicas de setembro 2021, também terá contribuído para o bom comportamento do setor.

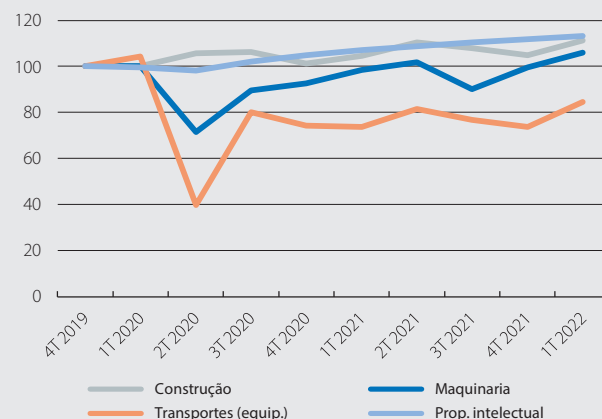
Por seu turno, nos setores terciários em que o trabalho se pode desenvolver a partir de casa, as necessidades de investimento em digitalização e material informático, impulsionaram, no primeiro caso, a componente dos produtos de propriedade intelectual, onde se incluem os ativos intangíveis; e no segundo caso o investimento em equipamentos, por incremento da necessidade de aquisição de material informático necessário para o tele-trabalho.

E agora, num ambiente de maior incerteza e de aumento dos custos de financiamento, como é que o investimento se irá comportar?

Por um lado, esta componente do PIB irá ter grande suporte dos fundos europeus¹ que vão ser disponibilizados este ano e nos próximos; mas por outro, o ambiente

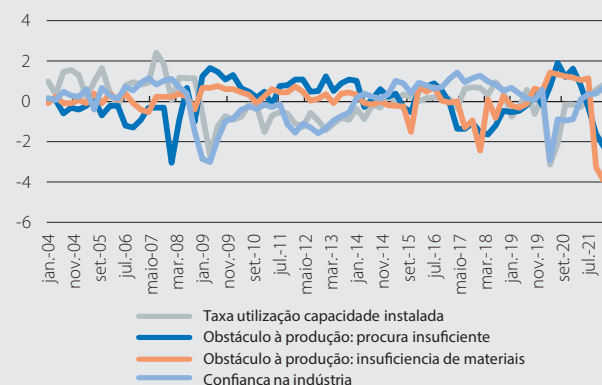
1. No boletim económico de junho, o Banco de Portugal, estima que o investimento público registre um crescimento real de 16,4%, em média, em 2022-2024.

Portugal: formação bruta de capital fixo
(4T 2019 = 100)



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

Portugal: indicadores soft relacionados com investimento
(Índice normalizado)



Nota: Séries normalizadas têm média zero e desvio padrão 1.

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

de incerteza pode traduzir-se em adiamento de decisões de investimento. Neste capítulo, os indicadores já disponíveis para o início do 2T apresentam-se mistos, mas parecem inclinar-se para o registo de alguma hesitação na concretização de investimentos.

Pela positiva, temos que o grau de utilização da capacidade produtiva está em níveis elevados, apontando para a necessidade de realização de novos investimentos para responder à procura; e a confiança do setor parece estar a suportar a concretização de novos investimentos, pois embora tenha piorado com a guerra na Ucrânia, ainda se mantém em níveis historicamente elevados.

Mas pela negativa temos a deterioração de alguns indicadores assinalados como limitativos da produção, como sejam a insuficiência de materiais e de procura. Estes

podem vir a revelar-se restritivos do investimento empresarial, por um lado porque a falta de matérias primas é um impedimento real à produção; e, por outro, porque a percepção de menor procura tenderá a refletir-se em adiamento de investimentos.

Passados os constrangimentos de curto prazo, tendo presente que no atual contexto de rápidas mudanças tecnológicas o aumento da produtividade passará pela transformação do modelo produtivo, como se comportará o investimento?

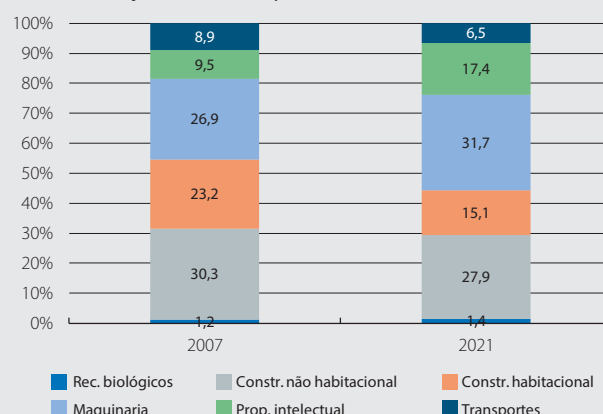
O ponto de partida para esta análise reside na observação de como evoluiu a composição do investimento nos últimos 15 anos.

Entre 2007, o ano anterior à crise financeira internacional e 2021, houve uma deslocação de investimento do setor da construção para maquinaria e produtos de propriedade intelectual. Tendo por base a informação disponível no Eurostat, em 2007, o investimento em construção representava 53% do investimento total e em 2021 esta proporção caiu para 43%, um movimento que reflete as alterações estruturais da economia portuguesa nos anos subsequentes às crises financeira e de dívida soberana necessárias para a correção dos défices público e externo e diminuição do endividamento da economia. Assim, naquele período, que durou até 2015, houve uma diminuição das obras públicas; as condições de financiamento agravaram-se, reduzindo o crédito à construção e a famílias para aquisição de casa; e a construção em geral, com destaque para a habitacional, contraiu-se. Com efeito, graficamente é visível que foi a construção habitacional que viu o seu peso no investimento total a diminuir mais, o que também explica a atual escassez de oferta de residências e o forte aumento dos preços das casas.

Em contrapartida, aumentou a proporção de investimento alocado a maquinaria e propriedade intelectual, que reflete o esforço de investimento realizado nestas categorias, especialmente na categoria de bens de propriedade intelectual que entre 2007 e 2021 teve um crescimento real de 67%, equivalente a um crescimento médio anual de 1,8%. A importância deste tipo de investimento vem do facto de nele se incluírem os investimentos relacionados com a digitalização da economia – patentes, formação, bases de dados, softwares – que, por incorporar um importante fator tecnológico permite melhorar a capacidade produtiva da economia. Por sua vez, o investimento em maquinaria aumentou 7,6% desde 2007, refletindo a recuperação do setor industrial relacionada com o desenvolvimento dos setores transacionáveis durante os anos de crise e a necessidade de investimento em materiais informáticos decorrente da digitalização da economia.

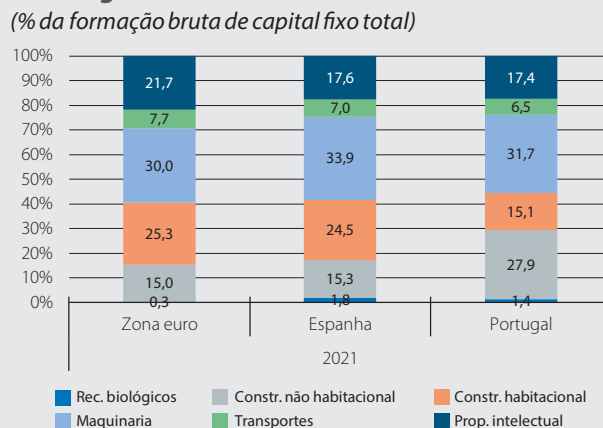
Este movimento tem permitido, por um lado que o peso do investimento no PIB se aproxime da média dos países

Portugal: estrutura do investimento (% da formação bruta de capital fixo total)



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

Estrutura do investimento: zona euro e Portugal (% da formação bruta de capital fixo total)



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

que formam o euro (20% em Portugal, 22% na zona euro); e por outro que o padrão de investimento em Portugal se aproxime do europeu. Contudo, permanecem desafios importantes, por exemplo quando se observa que a proporção de investimento alocado a construção ainda supera a proporção alocada no conjunto dos países do euro e na vizinha Espanha. E o facto de o peso do investimento em bens de propriedade intelectual ainda registar um gap face a zona euro de 4,3 pontos percentuais.

Neste sentido, os fundos europeus do programa NG EU serão um fator importantíssimo para, não só aproximar o nível de investimento no PIB de Portugal do da zona euro, como tenderão a favorecer a modernização dos ativos produtivos da economia portuguesa. Neste capítulo, destaca-se o facto da dimensão «Transição Digital» mobilizar 15% dos fundos do NG EU, ou seja cerca de 2,5 mil milhões de euros, equivalente a 1,2% do PIB (2021) e a cerca de 6% da FBCF (2021).

Teresa Gil Pinheiro

Portugal nas cadeias de valor global e dependências da China

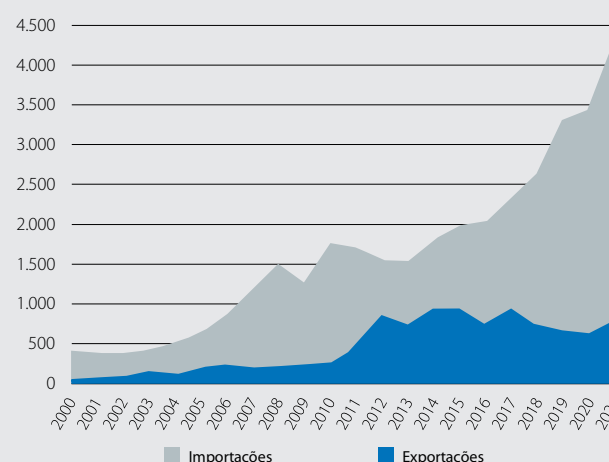
A emblemática frase «Designed by Apple in California. Assembled in China.» inscrita num dos mais famosos objetos do nosso tempo, o iPhone, é bem a síntese daquilo que são as atuais cadeias de valor global (CVG). Este objeto para ser produzido conta com mais de duzentos fornecedores localizados em vários pontos do globo. Por exemplo, o acelerómetro é produzido na Alemanha, as baterias na Coreia do Sul e China, o vidro do ecrã nos EUA e o processador em Taiwan. É o paradigma de uma gestão exemplar da cadeia de valor, permitindo à marca incorporar a melhor tecnologia em cada componente e ter um custo de produção inferior, pela mão-de-obra, mas também pela localização de alguns elos desta cadeia em locais estratégicos com acesso de proximidade aos cada vez mais importantes «metais de terras raras». De facto, as cadeias de valor, ou seja, todas as atividades desenvolvidas desde a conceção dos produtos (o design, produção e marketing) até à utilização pelo consumidor final têm vindo a tornar-se cada vez mais globais, significando isto uma maior dispersão por várias empresas e localizações. Entre as vantagens para as empresas mais comumente apontadas às CVG estão o acesso a *inputs* diversificados e a preços mais competitivos, economias de escala e maior número de mercados para escoar produtos e serviços.

A melhoria das redes e eficiência dos transportes, o desenvolvimento das tecnologias de comunicação e informação que permitem mitigar os custos de coordenação de atividades complexas à distância, contribuíram para a intensificação das CVG.¹ Não menos importante para este movimento têm sido os acordos multilaterais de liberalização do comércio que culminaram em 2001 com a Agenda de Desenvolvimento de Doha e a entrada da China na Organização Mundial de Comércio. Todavia, toda a medalha tem o seu reverso, e no caso das CVG a interdependência entre empresas e economias quando a atividade está suportada em matérias-primas ou produtos intermédios provenientes do exterior funciona como cadeia de transmissão de choques de ordem diversa: desastres naturais, tumultos sociais, crises financeiras, alterações regulamentares e crises sanitárias, entre outros.

A pandemia da Covid-19 terá sido o choque mais violento e abrangente às cadeias de valor, quer domésticas quer globais. Os confinamentos conduziram ao fechamento das economias e a restrições fortes no lado da oferta com quebras de produção e abastecimento. Em Portugal as consequências desta disrupção sentiram-se logo no início de 2020. Perante um sistema hospitalar carenciado de ventiladores quer permitiam salvar vidas, o país tentou reforçar em cerca de 50% o número destes equipamentos

1. Ver o artigo de Amador, J., & Cabral, S. (2016). Global Value Chains: A Survey of Drivers and Measures. *Journal of Economic Surveys* 30(2), 278-301.

Relações comerciais de Portugal com a China (Em milhões eur)



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

através de encomendas feitas à China, contudo muitos deles nunca chegaram (ou chegaram tarde), por incumprimento dos fornecedores face à forte procura mundial. De facto, este país antes da pandemia estava entre os 5 maiores exportadores de equipamento médico ligado à ventilação² e exportava 41% do total de exportações mundiais de equipamentos médicos de proteção individual.

A escassez de alguns produtos no início da pandemia e tudo o que se seguiu com impacto nas CVG foi o rastilho para uma reflexão estratégica da União Europeia que resultou, entre outras coisas, na identificação de 137 produtos críticos nos quais metade do valor importado pela UE é proveniente da China.³ Já em artigos anteriores abordámos o tema das interdependências com a China,⁴ mas neste texto procura-se analisar especificamente a situação relativamente a Portugal.

Mapeando a dependência

Portugal é um importador líquido da China, tendo finalizado 2021 com um valor importado quase seis vezes superior ao valor exportado. As importações da China cresceram desde 2000 a uma CAGR⁵ de 12% e com um ritmo mais forte após 2016 como podemos ver na primeira imagem. Relativamente à UE, principal espaço económico com quem Portugal tem relações comerciais, o rácio do valor de Importações *versus* Exportações é de apenas 1,3

2. Ver o artigo da OECD (2020), «Trade Interdependencies in COVID-19 Goods», 5 May.

3. Ver Comissão Europeia (2021). «Strategic dependencies and capacities», Commission Staff Working Document.

4. Ver no IM05 o artigo «UE e China: mapas de uma interdependência estratégica».

5. Compound Annual Growth Rate.

vezes e a CAGR das importações para o mesmo período foi de cerca de 3%, muito semelhante à CAGR das exportações. Esta tendência é explicada pelo movimento mais abrangente no qual a China se tornou a principal fonte de importações do bloco europeu após entrada na OMC, sendo que as relações comerciais de Portugal com esse bloco já se encontravam mais consolidadas no período pós-adesão à UE. Assim, as importações com origem na China representam hoje 4,7% das importações totais do país (nas exportações, apenas 1%), pelo que importa detalhá-las para aferir eventuais dependências estratégicas.

No quadro seguinte desdobramos as categorias de bens importados da China cujo valor é superior a 5% das importações totais. Algumas constatações emergem. A primeira é a de que estas categorias tinham no ano imediatamente seguinte à entrada da China na OMC um peso muito inferior nas importações comparativamente ao atual. Depois, verifica-se também que é a categoria de Máquinas, aparelhos e material elétrico aquela em que o peso das importações da China nas importações totais destes bens é maior. Por fim, destacar especificamente a percentagem muito elevada de importações provenientes da China de circuitos impressos e semicondutores, 52,9% e 65,5%, respetivamente. Os chips semicondutores são uma área particularmente crítica porque tratam-se de componentes integrados em quase tudo (automóveis, aviões, equipamento médico, telemóveis, televisões, computadores, redes de dados, etc), fazendo depender as outras indústrias destes componentes para levar a cabo a produção. Além disso, impactam diretamente a concretização dos objetivos de transição digital dos estados europeus face à pouca possibilidade de substituição de fornecedores – em 2020 apenas duas empresas (TSMC e Samsung) produzem chips de 5nm.⁶

Analisámos a dependência ao nível das percentagens de importação em termos brutos com base nos dados do INE, contudo, para uma maior precisão, recorreremos aos dados da OCDE que detalham qual o valor acrescentado originário da China em percentagem da procura final nacional.

Os bens e serviços Chineses representam 1,1% da procura final nacional, um valor inferior ao da UE (1,9%). Novamente, surgem os computadores, bens eletrónicos e equipamentos elétricos como bens em que o valor acrescentado originário da China mais peso tem na procura nacional. Um padrão transversal a outras áreas geográficas. Também em evidência os metais (5,1%) e o têxtil e vestuário (4,2%), embora neste caso em proporção muito menor quando comparamos com outros países europeus e até com os EUA (37,1%) e o Japão, com extraordinários 42,2%.

6. Chips de 5 nanómetros, os mais avançados e de maior performance. Na Europa não existem fabricantes com capacidade de produção destes componentes abaixo de 22 nm.

Principais importações da China

(Em % das importações)

	2002	2021
TOTAL	0,8	4,7
Peles, couros, artigos de viagem	3,0	6,5
Obras de couro; artigos de viagem, bolsas	8,9	12,7
Matérias têxteis e suas obras	1,4	8,6
Seda	0,6	14,6
Fios de papel e tecidos de fios de papel	0,4	43,4
Filamentos sintéticos ou artificiais	2,2	16,9
Tecidos impregnados e revestidos	0,2	19,1
Outros artefactos têxteis confeccionados	7,4	20,3
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante	2,2	10,0
Chapéus	9,9	16,3
Guarda-chuvas e guarda-sóis	19,5	36,3
Penas e flores artificiais	3,7	38,2
Obras de pedra; produtos cerâmicos; vidro	1,5	6,3
Produtos cerâmicos	1,5	8,8
Máquinas e aparelhos, material elétrico, e suas partes	1,0	12,2
Motores e geradores elétricos	0,5	19,9
Transformadores elétricos	3,7	19,3
Eletroímãs; embraiagens, variadores de velocidade e travões	0,9	22,7
Acumuladores elétricos	1,5	21,9
Aparelhos eletromecânicos de uso doméstico	6,4	25,0
Aquecedores elétricos de água; ferros elétricos de passar	8,6	26,0
Partes e acessórios destinados aos aparelhos de gravação e de reprodução de som e imagem	0,4	23,6
Partes destinadas aos aparelhos emissores para radiodifusão ou televisão	0,5	23,3
Aparelhos elétricos de sinalização acústica ou visual	1,3	39,8
Circuitos impressos	3,9	52,9
Dispositivos semicondutores	0,4	65,5
Mercadorias e produtos diversos	4,5	11,0
Móveis; colchões, almofadas e aparelhos de iluminação	1,8	11,6
Brinquedos, jogos, artigos para divertimento ou para desporto	10,2	12,3

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

Uma medida para aferir o grau de integração de Portugal nas CVG está relacionado com a proporção de bens importados incorporados nas exportações. Neste capítulo, o país passou de 23,9% de valor acrescentado externo incorporado nas exportações em 1995 para 30,6% em 2018. Se conjugarmos o facto de muitos dos bens em que mais dependemos das importações da China são precisamente incorporados em setores que têm um maior grau de valor acrescentado externo nas exportações (ver o último quadro), percebemos que a dependência da China é crescente em algumas áreas importantes da indústria nacional.

Valor acrescentado originário da China na procura final

(Em % da procura final)

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

Nota: Os dados referem-se à média dos anos 1995-2000 (antes da entrada da China na OMC em 2001), 2002-2007 (após entrada da China na OMC, pré-crise financeira) e 2015-2018 (os anos mais recentes disponíveis). São utilizados os dados da mais recente atualização dos dados TIVA da OCDE de novembro de 2021. As cores da tabela refletem o grau de integração entre ambas as economias. As tons de verde indicam uma percentagem menor da procura final de cada país ou região, originária da China, enquanto os tons laranja e vermelho indicam uma percentagem maior da procura final originária da China.

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

Embora exista vontade de redução de dependências estratégicas e ainda estejamos a sentir o impacto da pandemia nas CVG, sobretudo decorrente da política de Covid zero na China e transtornos à movimentação de cargas, não é crível um recuo forte na globalização, onde as CVG são uma marca importante. Primeiro, porque há dependência de matérias-primas cuja localização geográfica não pode ser alterada. Segundo, porque os consumidores não estarão preparados para abdicar de acesso a produtos mais baratos e de forma mais rápida nas prateleiras. Para Portugal, o desafio continua a ser um melhor enquadramento nas CVG, incorporando mais valor acrescentado doméstico nas exportações e posicionando-se nas etapas da cadeia onde a maior parte do valor acrescentado é criado.

Tiago Belejo Correia

Top 10 das atividades com maior proporção de valor acrescentado externo nas exportações portuguesas

(Em % das exportações)

	2002	2021
TOTAL	29,3	30,6
Indústria	40,0	42,5
Coque e refinados de petróleo	72,8	76,3
Veículos a motor e reboques	52,8	55,4
Outros equipamentos de transporte	50,9	48,7
Equipamentos elétricos	47,4	48,0
Produtos químicos	41,7	46,6
Computadores e bens eletrónicos	41,1	46,1
Metais básicos	43,7	43,8
Maquinaria	41,2	43,5
Borrachas e plásticos	37,4	41,3
Produtos metálicos transformados	34,6	35,1

Nota: Os dados referem-se ao valor acrescentado externo global por setor de atividade, e não aquele exclusivamente oriundo da China.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
Índice coincidente para a atividade	-5,5	3,1	5,3	6,1	7,0	...	7,2	7,1	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-4,7	-1,5	-2,1	...	-1,3	3,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-1,5	-1,4	-0,1	-2,3	-0,9	-3,0	-2,9
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	-0,9	-6,9	43,6	...	-15,0	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	22,1	17,2	25,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	8,7	11,0	11,5	...	13,0	13,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	52,0	-38,7	52,0	259,3	...	304,5	313,6	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	8,8	12,0	13,0	21,1	19,1	21,7	22,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	3,1	7,3	12,7	...	6,2	1,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,3	4,7	7,3	7,2	6,5	...	5,5	4,6	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-13,6	-13,5	-19,3	-30,5	-27,2	-32,4	-31,8
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,7	3,1	4,7	...	3,5	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,1	6,3	5,9	...	5,9	6,1	...
PIB	-8,4	4,9	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	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
Inflação global	0,0	1,3	1,5	2,4	4,3	7,6	7,2	8,0	8,7
Inflação subjacente	0,0	0,8	0,9	1,5	3,1	5,3	5,0	5,6	6,0

Setor externo

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

	2020	2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	13,4	18,3	21,4	...	17,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	21,4	10,3	21,4	33,4	...	31,1	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,4	-1,9	-2,4	-3,7	...	-3,7	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,6	-4,4	-5,6	-6,9	...	-7,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,7	3,2	2,5	3,2	3,2	...	3,3	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	0,0	1,4	1,5	1,4	-0,4	...	-0,3	...	...

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	3T 2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	04/22	05/22	06/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	8,7	9,3	8,9	...	8,9	8,2	...
À vista e poupança	18,8	16,3	15,5	16,3	15,3	...	14,9	13,1	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,0	1,2	1,1	...	1,6	2,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-5,2	-4,1	9,8	...	-1,9	-2,3	...
TOTAL	8,9	9,0	8,2	9,0	8,9	...	8,6	7,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	4,2	2,9	2,8	...	2,7	2,6	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	5,8	2,2	1,2	...	1,0	0,8	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	3,3	3,3	3,0	...	3,0	3,0	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,2	3,1	6,4	...	6,4	6,2	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	4,1	3,8	5,3	...	4,1	5,1	...
TOTAL	4,2	2,9	4,2	2,9	2,8	...	2,7	2,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	4,9	3,7	4,0	3,7	3,6	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola mantém uma inércia positiva, mas as perspectivas são cada vez mais pessimistas para 2023

Revisão em baixa das perspectivas de crescimento para 2023. A economia espanhola mantém um bom ritmo de crescimento apesar do contexto adverso, motivada pelo consumo das famílias e pelo turismo, o que se reflete num bom desempenho do mercado de trabalho. Contudo, o choque na inflação está a ser mais intenso e persistente, tanto devido aos preços mais elevados da energia e das matérias-primas, como devido aos efeitos indiretos sobre o resto do cabaz de bens. Esta persistência da inflação em níveis elevados está a fazer com que os bancos centrais tornem as condições financeiras mais restritivas do que esperávamos. Neste contexto, em que também se mantêm muitas e fortes incertezas na esfera geopolítica, as perspectivas a médio prazo são cada vez mais pessimistas. Assim, revimos em baixa a previsão de crescimento do PIB para 2023, e em alta as previsões de inflação tanto para 2022, como para 2023. Relativamente ao PIB, os dois fatores sublinhados (a maior persistência da inflação e as condições financeiras mais restritivas) levaram a uma revisão em baixa do crescimento para 2023 de 1,4 p. p. para 2,4%, com o PIB a recuperar para níveis pré-pandemia na segunda metade de 2023.

Revisão em alta da inflação. Para 2022, esperamos aumentos mais elevados nos preços dos alimentos, bens industriais e serviços, motivados pelos efeitos indiretos da inflação energética, do pico da procura turística e de um impacto dos estrangulamentos mais persistente. Assim, prevemos uma inflação de 8,0% para o global do ano (+1,2 p. p. em comparação com o cenário anterior). Esta previsão foi realizada tendo em consideração o valor antecipado da inflação de junho, de 10,2%, o que constituiu uma surpresa em alta significativa em comparação com as nossas previsões anteriores, motivada pelo aumento dos preços dos alimentos e dos combustíveis. Para 2023, a revisão é substancial e prevemos uma inflação média no ano de 2,6% (1,1% anteriormente) devido a uma dinâmica inflacionista mais persistente ao nível dos alimentos e componentes essenciais (serviços e bens industriais).

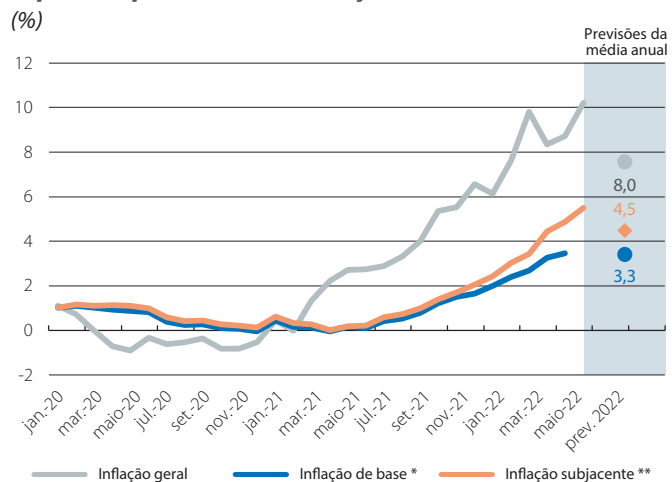
A economia mantém o bom ritmo graças ao turismo e à resiliência do mercado de trabalho, mas os PMI apontam para um abrandamento da indústria e dos serviços. O fim das restrições está a dinamizar o setor turístico. Em particular, importa referir que, em maio, a despesa turística internacional foi de 8000 milhões de euros, apenas 1,4% abaixo de maio de 2019, o que representa uma melhoria em relação ao que se registou no passado mês de abril (-2,2%) altura em que a Semana Santa tinha já sido muito positiva. Estes dados apontam para uma época turística dourada no verão, tendo em conta que 2019 foi

Espanha: PIB real
Variação homóloga (%)



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

Espanha: previsões de inflação

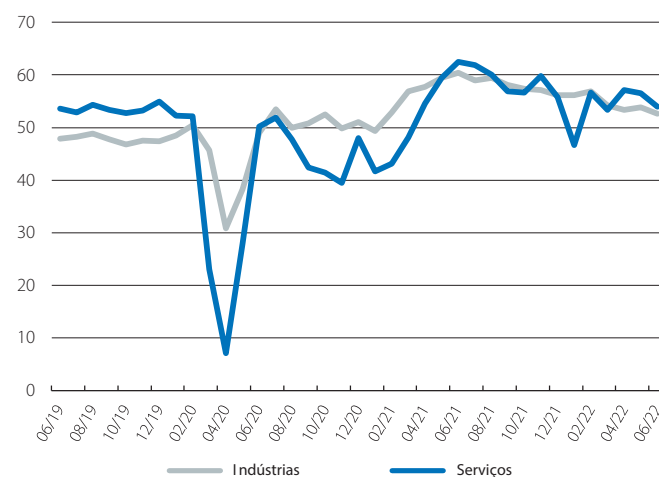


Notas: * A inflação de base exclui a energia e todos os tipos de alimentos. ** A inflação subjacente exclui energia e alimentos não transformados. A previsão para 2022 é a média anual.

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

Espanha: PMI

Nível



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

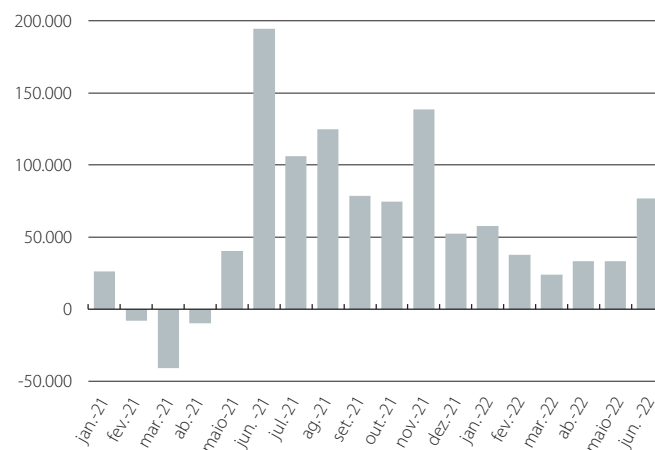
um ano excepcionalmente bom para este setor. Relativamente ao mercado de trabalho, os dados de junho foram novamente muito positivos: as inscrições na Segurança Social espanhola cresceram em 76.948 trabalhadores em termos ajustados de sazonalidade (33.336 em maio). No conjunto do 2T, o crescimento, em período homólogo, dos inscritos não ajustados de sazonalidade que não estão em situação de ERTE, foi de 1%. Além disso, o nosso indicador de cartões aponta para uma recuperação do consumo, após um declínio em período homólogo de 2,0% no 1T. A nota discordante surgiu nos índices PMI de junho. O dos serviços caiu 2,5 pontos, passando a situar-se nos 54,0 pontos. O setor industrial foi novamente afetado pelo aumento dos preços dos fatores de produção e pelos estrangulamentos nas cadeias de fornecimento globais e o PMI industrial caiu para 52,6 pontos, uma queda de 1,2 pontos em relação a maio. Apesar de ser um registo superior ao nível indicativo de crescimento (50 pontos), denota uma moderação no ritmo de expansão do setor devido a um abrandamento do crescimento da produção e a uma queda nas novas encomendas.

Mercado imobiliário: elevado crescimento dos preços em 2022, mas arrefecimento à vista. A forte procura combinada com o aumento do custo dos materiais e com a escassez da oferta levou a uma subida significativa dos preços das casas no 1T (8,5% homólogo segundo o INE e 6,7% segundo o MITMA). Estes resultados melhores do que o previsto levam-nos a aumentar o crescimento esperado do preço das casas baseado em avaliações até 6,0% em 2022 (3,5% anteriormente). No entanto, nos próximos trimestres, alguns dos fatores que estimularam a procura irão perder o seu dinamismo (menor crescimento do rendimento disponível real das famílias e aumento das taxas de juro), pelo que a procura e os preços terão tendência a moderar. Assim, em 2023 revimos em baixa o crescimento previsto de 3,2% em período homólogo para 2,2%.

O governo espanhol anuncia um novo plano de choque que terá impacto no défice. O governo espanhol anunciou um novo plano para mitigar o impacto da elevada inflação sobre as famílias. Este plano está dotado com 9.100 milhões de euros e combina a prorrogação até dezembro das medidas tomadas em abril e que expiraram em junho (principalmente o desconto de 20 cêntimos por litro de combustível para todos os utilizadores [custo fiscal de 4.000 milhões], as reduções fiscais sobre a eletricidade [redução de receitas de 3.600 milhões]) e um conjunto de novas medidas destinadas às famílias mais vulneráveis (cheque de 200 euros para baixos rendimentos, descontos nos transportes públicos a partir de setembro e um aumento temporário de 15% das pensões não contributivas). O impacto destas medidas sobre o défice será de 0,5% do PIB. Contudo, o aumento espetacular das receitas fiscais (crescimento homólogo em termos homogêneos entre janeiro e maio de 16,2%) e a resiliência do mercado de trabalho funcionam como uma compensação, pelo que mantemos a previsão do défice público em 5,5% para 2022.

Espanha: inscritos na S. S.*

Variação mensal em milhares

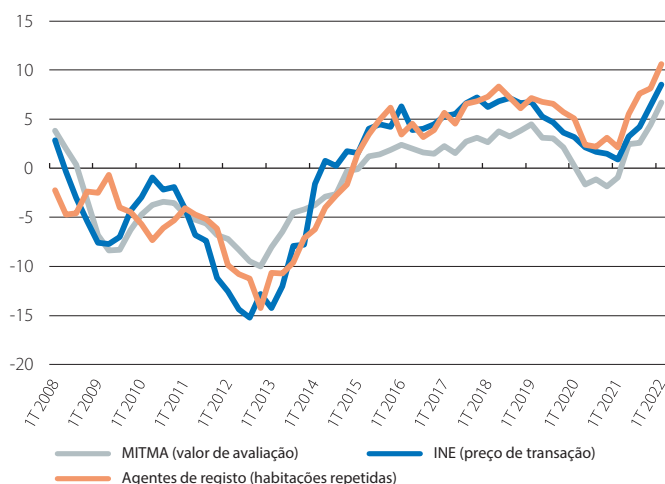


Nota: * Dados ajustados sazonalmente.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério de Inclusão, S. S. e Migrações.

Espanha: preços da habitação

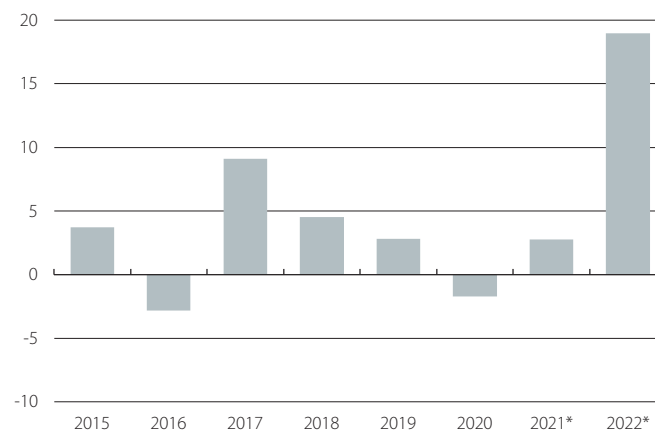
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do MITMA, do INE e do Colegio de Registradores.

Espanha: receitas fiscais totais

Variação anual (%)



Notas: Contabilidade de caixa, sem descontar a participação das administrações locais e em termos homogêneos. Os dados de 2021 e 2022 são comparados com 2019. * Até maio.

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

Fundos europeus NGEU em 2022 (mais além): uma aposta clara na sustentabilidade verde

Sustentabilidade é um termo multifacetado, visto que engloba elementos de diferentes vertentes: ambientais, sociais e de governação. Neste artigo centrámo-nos no conceito mais clássico de sustentabilidade, o ambiental, com uma análise para avaliar a sua importância nos fundos europeus NGEU do Mecanismo de Recuperação e Resiliência. Este Mecanismo representará um total de 70.000 milhões de euros em transferências a fundo perdido para a economia espanhola, a receber entre 2021 e 2023 se os marcos e reformas associados forem sendo cumpridos, dos quais 40% serão destinados a investimentos verdes (o mínimo exigido pela Comissão Europeia é de 37%).¹ Para além dos grandes números, o que se espera em 2022 no que toca a investimentos sustentáveis? Trata-se de uma questão fulcral, visto que nos encontramos num contexto geopolítico em que se pretende potenciar as energias renováveis na Europa para reduzir a dependência dos combustíveis fósseis, um processo que ganhou relevância com os planos de desvinculação energética da Rússia. Assim, é de notar que, atualmente, com os preços das matérias-primas de energia em níveis tão elevados e com problemas de garantia de fornecimento, as questões económicas e ambientais andam de mãos dadas. De facto, a segurança do fornecimento, a acessibilidade e a sustentabilidade, três objetivos que durante anos eram incompatíveis, estão agora alinhados.

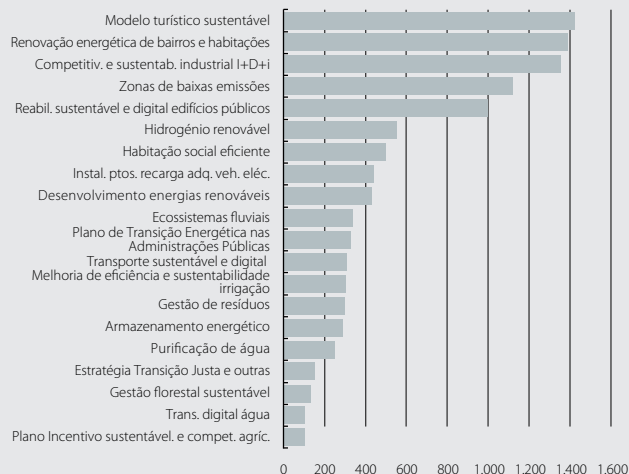
Projetos NGEU 2022: uma aposta na sustentabilidade de (pelo menos) 11.000 milhões de euros

Na realidade, a sustentabilidade ambiental é uma das principais prioridades dos investimentos NGEU previstos para 2022. O Orçamento de Estado espanhol de 2022 incluiu 28.000 milhões de euros do Mecanismo de Recuperação e Resiliência, dos quais identificamos 11.400 milhões como investimentos cujo principal objetivo é a sustentabilidade ambiental. No entanto, trata-se de uma estimativa conservadora; por exemplo, os 1.700 milhões destinados a melhorar a rede suburbana e as interligações ferroviárias com o resto da Europa poderiam também ser considerados sustentáveis, visto que permitirão reduzir as emissões de carbono relacionadas com a maior utilização do transporte privado.

Quais os principais investimentos sustentáveis a serem empreendidos com estes fundos em 2022? Destacam-se os cinco com investimentos de mais de 1.000 milhões de euros (ver primeiro gráfico). No primeiro lugar do pódio,

Espanha: investimentos previstos NGEU 2022 ambientalmente sustentáveis

(Milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Intervenção Geral da Administração do Estado espanhol (IGAE).

destacam-se o plano para tornar o setor turístico mais sustentável (com uma dotação de 1.400 milhões de euros), os projetos para a renovação energética de habitações e bairros (1.390 milhões) e os investimentos para transformar o setor industrial e I+D+i de uma forma sustentável (1.360 milhões de euros). No segundo lugar, e com um orçamento de mais de 1.000 milhões de euros respetivamente, importa também mencionar os investimentos para a implementação de zonas de baixas emissões em áreas urbanas e a reabilitação energética de edifícios públicos. Finalmente, começarão a ser ativados mais a médio prazo os investimentos chave para que a Espanha potencie a suas energias renováveis e reduza a sua dependência dos combustíveis fósseis. Assim, os projetos destinados ao desenvolvimento do hidrogénio renovável, à instalação de pontos de carregamento para veículos elétricos e o desenvolvimento de energias renováveis ultrapassarão os 400 milhões de euros em 2022 em cada uma destas três linhas.

O importante agora é que este dinheiro flua para o setor produtivo e que estes investimentos sejam implementados a partir de concursos concebidos de forma adequada e suficientemente amplos. A atual simbiose entre a sustentabilidade e a economia devido ao contexto geopolítico e à necessidade de acelerar a transição energética é uma janela de oportunidade que deve favorecer a implementação destes projetos, embora o aumento dos preços das matérias-primas e o aperto das condições financeiras possa atrasar alguns investimentos. Nos primeiros quatro

1. O governo espanhol está a preparar uma adenda ao Plano de Recuperação para solicitar também 70.000 milhões a título de empréstimos.

meses do ano, com base nos dados da IGAE, apenas 14% destes 11.400 milhões relacionados com a sustentabilidade já estavam atribuídos (ou seja, possuíam autorização legal para serem distribuídos, embora parte deles sejam movimentos de caixa entre administrações). Concretamente, até 30 de abril, 600 milhões foram atribuídos para a sustentabilidade do turismo, 500 milhões para a construção de habitações de aluguer social energeticamente eficientes, quase 400 milhões para a reabilitação sustentável de edifícios públicos e 120 milhões para a gestão de resíduos.

Para além de 2022: um ambicioso PERTE de energias renováveis e hidrogénio

Para além de 2022, não podemos terminar este artigo sem mencionar o ambicioso PERTE (projetos de colaboração público-privados para transformar a cadeia de valor de setores económicos estratégicos) centrado nas energias renováveis, hidrogénio renovável e armazenamento energético, que se espera que dê um grande estímulo à sustentabilidade da economia. Os projetos associados a este PERTE decorrerão entre 2022 e 2026 e contarão com um investimento público de 6.900 milhões de euros (é o segundo maior PERTE com maior dotação, apenas atrás do PERTE dos microchips) e com um cofinanciamento do setor privado que deverá atingir 9.500 milhões. Este PERTE será fundamental para desvincular a economia espanhola dos combustíveis fósseis e já em 2022 o setor público deverá investir 2.350 milhões de euros,² incluindo 450 milhões para projetos de autoconsumo, 400 milhões para a transformação das frotas de serviços de transporte, 400 milhões para estimular a cadeia de valor do hidrogénio renovável e 150 milhões para o desenvolvimento do biogás.

Este PERTE terá dois eixos principais. O primeiro são 17 medidas para facilitar a transformação do modelo energético, entre as quais se destacam: promover as instalações de autoconsumo renovável (investimento público de 900 milhões de euros), investimento na digitalização das redes de distribuição para melhorar a integração da geração renovável distribuída (525 milhões) e desenvolver as energias renováveis térmicas (500 milhões).

O segundo eixo é constituído por 25 medidas transformadoras do modelo energético, entre as quais se destacam 1.555 milhões de investimento público para a cadeia de valor do hidrogénio renovável e 765 milhões para as energias renováveis inovadoras (aqui pretende-se acelerar a utilização das energias renováveis marítimas, aproveitando os 8.000 quilómetros de costa de Espanha).

2. Este montante faz parte dos 11.000 milhões que identificámos como sustentáveis.

PERTE de energias renováveis, hidrogénio renovável e armazenamento

PERTE: medidas facilitadoras de transição energética	Dotação (milhões de euros)
Instalações autoconsumo renováveis	900
Digitalização redes de distribuição	525
Energias renováveis térmicas	500
Sustentabilidade empresas industriais (subvenções + empréstimos com juros 0)	278
Formação verde docentes FP e Aulas empreendimento indústria	256
Armazenamento «atrás do balcão»	220
Competências (trabalhadores do turismo, desempregados...)	107
Redes renováveis de aquecimento e arrefecimento	100
Investimentos gases renováveis (hidrogénio, biogás...)	67,5
Transversalidade de género empregos verdes	26
Competências e empregos verdes jovens	25
Reskilling zonas de transição justa	20
Reskilling habilidades transição energética	20
Ajudas veículo de hidrogénio	12
Algoritmos verdes	3
PERTE: Medidas transformadoras modelo energético	Dotação (milhões de euros)
Hidrogénio renovável: formação, instalações, demonstradores eletrólise, mobilidade pesada, clusters de hidrogénio...	1.555
Renováveis: repotenciação de parques eólicos, marinas, biogás...	765
Armazenamento: I+D+i, modelos de negócio flexibilidade sistema elétrico...	620
Sistema nacional de ciência, tecnologia e inovação: missões Ciência e Inovação, Centro Ibérico de I+D de armazenamento de energia, ajudas Agência Estatal de Investigação projetos energéticos...	588
Transição justa: Fundação CIUDEN: execução de programas de I+D+i relacionados com a energia e o ambiente	30

Fonte: Resumen Ejecutivo e Memória Descritiva PERTE Energias Renováveis, Hidrogénio Renovável e Armazenamento.

Em suma, o Plano de Recuperação dará um estímulo importante à sustentabilidade da economia espanhola. Isto deve ser combinado com uma ampla visão estratégica que permita tirar partido das oportunidades para aumentar o papel da Espanha a nível europeu em matéria de energia (por exemplo, através da ligação com a França para redirecionar parte do gás que chega do norte de África).

A desigualdade salarial em Espanha regressa ao ponto pré-pandemia

A crise económica desencadeada pela pandemia da COVID-19 teve um forte impacto nos rendimentos dos espanhóis. Em poucas semanas, 600.000 trabalhadores perderam os seus postos de trabalho e mais de 3,5 milhões foram inseridos no Expediente de Regulamentação Temporária de Emprego (regime semelhante ao *layoff*). As vagas subsequentes do coronavírus continuaram a condicionar fortemente a situação do mercado de trabalho. No entanto, dois anos depois, a situação mudou substancialmente: no 1T 2022, o nível de emprego (20,08 milhões de empregados) já é mais elevado do que antes da pandemia e a taxa de desemprego, de 13,6%, é 1 ponto mais baixa do que a taxa pré-pandemia.

Neste artigo analisamos o impacto da pandemia da COVID-19 na desigualdade de rendimentos em Espanha utilizando dados massivos de recibos de vencimento do CaixaBank totalmente anónimos, bem como as transferências públicas recebidas pelos trabalhadores (subsídios de desemprego e ERTE). Estes dados são processados a alta velocidade através de técnicas de *big data* e permitem uma análise com um elevado nível de representatividade e granularidade.¹ Esta informação permite-nos concluir que a recuperação do mercado de trabalho permitiu apagar o impacto da pandemia na desigualdade de rendimentos salariais em Espanha em abril de 2022.

Este estudo faz parte de um projeto de colaboração com investigadores da Universidade Pompeu Fabra, do Institute of Political Economy and Governance (IPEG) e do CaixaBank Research que tem permitido acompanhar a evolução da desigualdade mês a mês desde o início da pandemia. Os resultados alargados com diferentes indicadores de desigualdade para toda a população ou diferentes subgrupos, assim como várias publicações, estão disponíveis nesta secção do nosso site: <https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/>.

Regresso à situação pré-pandemia na desigualdade de rendimentos

A análise dos rendimentos salariais em tempo real mostra que em 2022 o impacto da pandemia na desigualdade foi

1. Para mais referências sobre a representatividade dos dados, ver Aspachs, O., Durante, R., Graziano, A., Mestres, J., Reynal-Querol, M. e Montalvo, JG (2021). «Tracking the impact of COVID-19 on economic inequality at high frequency». PLOS one, 16(3), em <https://journals.plos.org/plosone/article?id=10.1371/journal.pone.0249121>.

2. O índice de Gini é o índice de referência para analisar o nível de desigualdade salarial. Pode apresentar valores entre 0 e 100. Os números mais elevados refletem níveis mais elevados de desigualdade, e vice-versa. A variação no índice de Gini em relação a fevereiro de 2020 é corrigida pela variação sazonal média registada durante o mesmo período de 2018 e 2019.

A desigualdade volta à casa de partida em Espanha

A **desigualdade de rendimentos** foi reduzida para os mesmos níveis que antes da pandemia, devido à ação do Estado-providência e à recuperação da atividade.



A pegada da desigualdade foi apagada **em todos os grupos**: homens, mulheres, jovens, idosos, imigrantes, etc.

No caso dos **jovens**, a situação até melhorou, devido à reativação do mercado de trabalho.



Contudo, mesmo que voltemos à situação pré-COVID, o nível de desigualdade poderá ser ainda menor se o dinamismo na **criação de emprego** continuar e se as **políticas públicas** forem reforçadas.

A **informação em tempo real** é fundamental tanto para medir a desigualdade como para monitorizar a ação das políticas públicas.



Fonte: BPI Research.

desfeito e o seu nível já está muito próximo do que era antes da pandemia. Especificamente, o índice de Gini² em Espanha, em abril de 2022, está 0,4 pontos abaixo do nível de fevereiro de 2020, imediatamente antes do início das restrições.

O regresso a uma situação de desigualdade salarial semelhante à de fevereiro de 2020 é um marco notável, porque a pandemia afetou fortemente os vencimentos dos trabalhadores. A desigualdade em Espanha, medida pelo índice de Gini, aumentou 10,8 pontos em apenas dois meses, de fevereiro a abril de 2020 antes das transferências públicas (ver primeiro gráfico). Durante os meses seguintes, à medida que as restrições à mobilidade foram atenuadas, o aumento da desigualdade moderou-se, mas manteve-se elevado, acima dos 4 pontos na segunda metade de 2020. Foi apenas na primavera de 2021, com uma recuperação económica mais forte, que a redução da desigualdade acelerou.

As transferências públicas desempenharam um papel fundamental na contenção desse aumento da desigualdade, dado que as ajudas permitiram, no auge da crise, reduzir a desigualdade em cerca de 80%. Especificamente, o aumento da desigualdade de rendimentos salariais tendo em conta as transferências públicas entre fevereiro e abril de 2020 foi de 2,4 pontos em Espanha, em vez dos quase 11 pontos de aumento da desigualdade apenas salarial. Dois anos depois, em abril de 2022, o aumento da desigualdade foi completamente reduzido. Um detalhe curioso é que a desigualdade antes das transferências públicas em abril de 2022 diminuiu ainda mais do que ao incluir as ajudas, ao contrário do que aconteceu durante toda a pandemia. Apesar de a diferença entre uma e outra ser pequena, mostra como a forte melhoria do mercado de trabalho tem sido o principal fator por detrás desta evolução.

Será que o impacto da pandemia na desigualdade de rendimentos se extinguiu para todos os grupos?

Outra boa notícia é que todos os grupos estão de volta ao ponto pré-pandemia em termos de desigualdade salarial. Em abril de 2022, quase todo o aumento da desigualdade de rendimentos para trabalhadores de diferentes grupos etários, para mulheres e homens, e para os nascidos em Espanha ou no estrangeiro, desapareceu. Para a maioria dos grupos, a desigualdade é ainda mais baixa do que era antes da pandemia (ver segundo gráfico).

Isto acontece apesar de o impacto da crise económica resultante da COVID-19 ter sido muito diferente para cada grupo, aumentando mais entre aqueles com maior precariedade laboral. Em abril de 2020, altura em que a COVID-19 teve o maior impacto na atividade económica, o índice de Gini antes das transferências públicas aumentou 16,3 pontos para os jovens (entre 16 e 29 anos), 11 pontos para os adultos (entre 30 e 49 anos) e 7 pontos para os idosos (entre 50 e 64 anos). Além disso, a desigualdade entre trabalhadores nascidos no estrangeiro aumentou 15,4 pontos em comparação com o nível pré-pandemia, enquanto para os nascidos em Espanha aumentou 9,8 pontos. O aumento da desigualdade de rendimentos salariais entre fevereiro e abril de 2020 foi mais semelhante entre sexos, com um aumento de 11,4 pontos para as mulheres e 10,4 pontos para os homens.

Será que o impacto da pandemia na desigualdade de rendimentos se extinguiu em toda a Espanha?

Todas as comunidades autónomas (CA) voltaram a uma situação em termos de desigualdade salarial muito semelhante à que existia antes da pandemia. Isto apesar de a crise económica resultante da pandemia ter tido um impacto mais forte em regiões turísticas como as Ilhas Baleares e Canárias, com aumentos do índice de Gini de 18,8 e 16,2 pontos, respetivamente, entre fevereiro e abril

Espanha: evolução do índice de Gini

Variação relativamente a fevereiro de 2020 * (pontos)

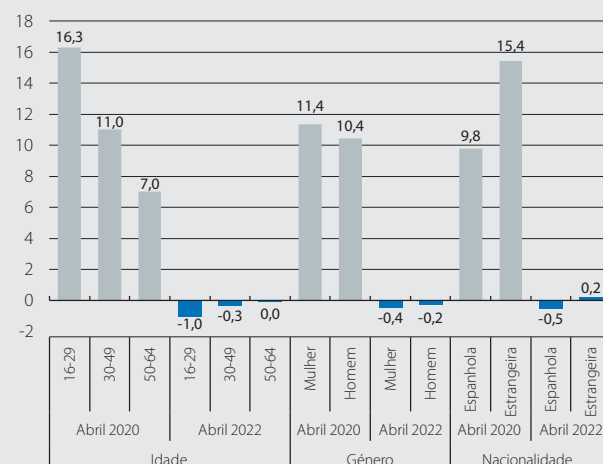


Notas: * Dados corrigidos da variação sazonal. «Pré» corresponde ao índice de Gini antes das transferências do setor público e «Pós» ao índice após as transferências.

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

Espanha: evolução do índice de Gini desde o início da pandemia para diferentes grupos

Variação relativamente a fevereiro de 2020 * (pontos)



Notas: * Dados corrigidos da variação sazonal. O índice de Gini para cada grupo correspondente aos rendimentos salariais antes das transferências do setor público.

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

de 2020, ou na Catalunha, onde aumentou em cerca de 11 pontos. Estas diferenças entre regiões devem-se ao facto de a pandemia ter afetado mais a atividade económica de setores turísticos como a hotelaria e a restauração, bem como em zonas mais urbanas.³

Dois anos depois, em 2022, todas as CA estão já próximas da situação inicial em termos de desigualdade salarial, e algumas encontram-se numa situação ainda melhor do que pouco antes da pandemia (entre elas, as regiões mais turísticas).

3. Para mais detalhes ver o artigo «Fatores que explicam a diferente pressão sobre a desigualdade a nível regional» no Dossier da IM10/2021.

Como regressámos ao ponto pré-pandemia?: com uma resposta de políticas públicas sem precedentes e graças aos ERTE

A resposta rápida e abrangente das políticas públicas implementadas para mitigar o efeito da pandemia é a primeira chave que explica a sua rápida recuperação. Os trabalhadores não puderam trabalhar por motivos alheios à sua vontade, mas mantiveram os seus postos de trabalho graças aos ERTE. Os ERTE também permitiram manter parte dos rendimentos salariais e formam uma parte essencial do conjunto de medidas de apoio às empresas e famílias que constituíram a importante resposta de políticas públicas para enfrentar a crise resultante da COVID-19.⁴

Por outro lado, a forte recuperação económica no final da crise em Espanha permitiu que existam 20,08 milhões de espanhóis a trabalhar no 1T 2022, mais 614.000 do que no 1T 2019. O incentivo que levou à retoma da atividade fez com que o aumento do emprego tenha favorecido grupos que normalmente teriam mais dificuldades para encontrar trabalho, tais como jovens, mulheres ou imigrantes.

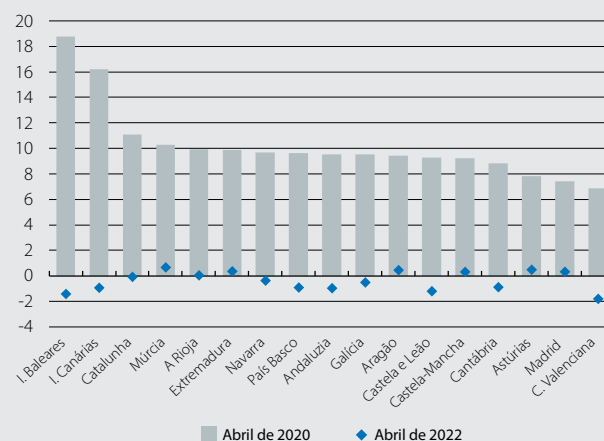
Reduzir a desigualdade em Espanha continua a ser um objetivo fundamental

Apesar da melhoria no âmbito da desigualdade de rendimentos dos trabalhadores durante a crise passada, não nos devemos tornar complacentes. Quando a pandemia eclodiu, o nível de desigualdade ainda não tinha recuperado para o nível anterior à crise financeira e, portanto, é necessário continuar a reduzi-lo. O dinamismo na criação de emprego, como vimos nesta saída da pandemia, é um elemento chave para o conseguir: mais e melhores postos de trabalho para todos os grupos permitem uma redução real e eficaz da desigualdade de rendimentos. Por outro lado, é necessário reforçar as políticas destinadas a reduzir a desigualdade. Neste sentido, o rendimento mínimo vital é uma política pública essencial para as famílias com poucos recursos e com pouca ligação ao mercado de trabalho. No entanto, a introdução de uma política desta escala torna necessário avaliá-la, como já está previsto fazer, e sobretudo ajustá-la uma vez conhecidos os resultados destas avaliações, de modo a melhorar a sua eficácia.

Além disso, em 2022, o conflito bélico na Ucrânia e os estrangulamentos exercem uma pressão ascendente sobre os preços das matérias-primas e, consequentemente, sobre os preços de cada vez mais produtos no cabaz de consumo. A situação económica que se vislumbra é complexa, com impactos muito diferentes por setores e gru-

Espanha: evolução do índice de Gini desde o início da pandemia por comunidades autónomas

Variação relativamente a fevereiro de 2020 * (pontos)



Notas: * Dados corrigidos da variação sazonal. O índice de Gini para cada comunidade autónoma corresponde aos rendimentos salariais antes das transferências do setor público.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados internos do CaixaBank.

pos populacionais, pelo que não podemos facilitar.⁵ A utilidade de monitorizar em tempo real o impacto de uma crise através da evolução da desigualdade ou de outros indicadores económicos não perde relevância, especialmente porque esta monitorização permite-nos ajustar a resposta de política económica mais rapidamente e tomar medidas para proteger os grupos mais vulneráveis, como foi realizado com sucesso durante a crise da COVID-19.

4. Para mais detalhes, ver o artigo «Medidas económicas para combater o impacto da COVID-19 em Espanha» na IM04/2020.

5. Para mais detalhes, ver o artigo «A economia portuguesa face à guerra na Ucrânia» nos Pontos Chave do mês da IM03/2022.

O consumo em Espanha cresceu no 2T de 2022? O que nos dizem os dados em tempo real

As pressões inflacionistas e a eclosão da guerra na Ucrânia têm tido impacto na confiança dos consumidores espanhóis nos últimos meses. Os dados publicados pela Comissão Europeia mostram que o mês de março registou a maior queda desde o início da pandemia. Desde então, a confiança dos consumidores tem-se mantido em níveis significativamente inferiores aos observados até fevereiro de 2022 (ver o primeiro gráfico).

A deterioração da confiança dos consumidores contrasta com a boa dinâmica do mercado de trabalho, com cerca de um milhão de trabalhadores mais do que em tempos pré-pandémicos.¹ Durante o 1T 2022, o primeiro fator dominou sobre o segundo e, como resultado, o consumo real das famílias caiu 2% em cadeia (1,5% no 4T 2021). O forte aumento da incerteza pesou acentuadamente sobre o consumo real de bens duradouros, com uma variação trimestral de -11,2% (6,4% no 4T 2021).

Terminado o mês de junho, a questão é se, nos tempos turbulentos em que vivemos, o consumo terá recuperado da queda significativa do 1T 2022 ou se, pelo contrário, terá voltado a registar um crescimento trimestral negativo. Alguns indicadores apontam para um aumento do consumo no 2T 2022; por exemplo, as vendas a retalho em termos reais registaram um crescimento trimestral de 2,6% na média de abril e maio (-3,1% no 1T 2022), enquanto as vendas domésticas de grandes empresas (também em termos reais) também mostraram um claro dinamismo, avançando 4,6% em termos trimestrais (-0,7% no 1T 2022). Acresce que, os registos de automóveis cresceram 26,5% em termos trimestrais (-29,8% no 1T 2022).

Estas boas sensações também podem ser observadas no indicador de consumo do CaixaBank² que, como inclui dados relativos ao mês de junho, é muito útil uma vez que fornece um quadro completo do 2T 2022. Em concreto, os dados internos para o 2T 2022 apontam para um crescimento trimestral homólogo do consumo nominal de 3,0% (ver segundo gráfico), que estimamos que se traduziria num aumento de 2,2% do consumo real³, em consonância, portanto, com os outros indicadores disponíveis até maio.⁴

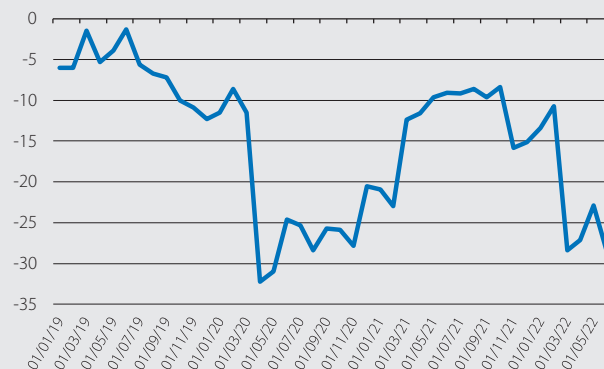
1. Esta dissociação entre a confiança dos consumidores e o mercado de trabalho não é exclusiva de Espanha. Por exemplo, nos EUA a taxa de desemprego situava-se em 3,6% em maio, enquanto a série de confiança dos consumidores elaborada pela Universidade de Michigan registava em junho o seu nível mais baixo desde que existem registos (1952).

2. Este indicador inclui pagamentos e levantamentos com cartão CaixaBank em tempo real (devidamente anonimizados), o que o torna um bom instrumento para aproximar a despesa de consumo final das famílias de acordo com os dados da contabilidade nacional.

3. Estima-se um deflator de consumo de 7,3%, em termos homólogos mediante uma regressão de mínimos quadrados. As variáveis explicativas incluídas são o primeiro lag do deflator do consumo, o IPC e uma variável binária que capta a dissociação entre o deflator do consumo e o IPC a partir do 2T de 2021. O R^2 da regressão é de 90,1% e o erro de previsão médio nos últimos quatro trimestres é de 0,1 p.p.

Espanha: confiança dos consumidores

Índice

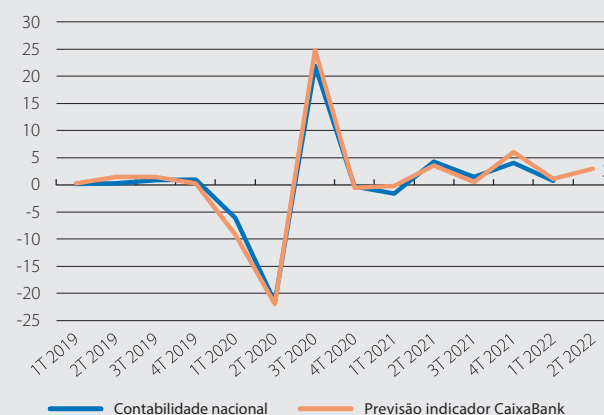


Nota: O indicador é calculado como a média aritmética simples do balanço de respostas (ajustado sazonalmente) a perguntas específicas sobre a confiança dos consumidores.

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

Espanha: consumo nominal das famílias

Variação em cadeia (%)



Nota: Para calcular a série «Previsão do indicador CaixaBank», a série da despesa de consumo final das famílias é prevista inicialmente utilizando a série original dos dados internos do CaixaBank, tanto em termos nominais como em variações homólogas (regressão dos mínimos quadrados ordinários). Depois da série ter sido prevista, são calculadas variações trimestrais homólogas (ajustadas sazonalmente) consistentes com as referidas variações homólogas.

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

Considerando os próximos trimestres, a evolução do consumo será determinada por múltiplos fatores. Por um lado, é possível que as pressões inflacionistas, o aumento das taxas de juro e a incerteza sobre o futuro da situação económica continuem a pesar na confiança dos consumidores. No entanto, por outro lado, após dois anos de pandemia, espera-se um período turístico de verão muito positivo, com consumidores dispostos a gastar algumas das poupanças que foram acumuladas devido às restrições. No seu conjunto, até 2022 esperamos um crescimento real do consumo de 1,5%.

4. É relevante mencionar que os dados internos mostravam um maior crescimento do consumo real (3,4%) na média de abril e maio. Neste sentido, o consumo abrandou em junho.

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	04/22	05/22	06/22
Indústria									
Índice de produção industrial	-9,5	8,8	28,5	1,9	1,6	1,6	2,3	3,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	-0,1	2,3	4,9	6,9	-1,1	1,4	2,2
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	53,3	53,8	52,6
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	22,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,6	0,7	22,3	32,4	41,7	37,7	...	...
Preço da habitação	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	8,5	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	313,4	341,5	337,9	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	57,1	56,5	54,0
Consumo									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	1,6	1,4	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	660,9	-24,5	-17,1	-7,5	-12,1	-10,9	-7,8
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,7	-12,8	-10,1	-9,0	-13,0	-17,5	-27,1	-22,9	-28,6
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	5,1	5,0	4,3
PIB	-10,8	5,1	17,8	3,5	5,5	6,3	-	-	-

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	04/22	05/22	06/22
Inflação global	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	8,3	8,7	10,2
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	4,4	4,9	5,5

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	04/22	05/22	06/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	23,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	34,7	...	...
Saldo corrente	9,3	11,1	9,2	11,6	11,1	7,9	6,5	...	...
Bens e serviços	16,5	17,9	17,1	19,2	17,9	14,4	14,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,8	-7,9	-7,7	-6,8	-6,5	-7,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	13,7	22,3	15,2	19,7	22,3	19,4	18,2	...	...

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	04/22	05/22	06/22
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,2	5,7	5,3	...
À vista e poupança	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	9,3	9,8	8,9	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-26,8	-26,1	-24,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,3	15,7	15,0	...
TOTAL	7,1	6,7	5,5	5,5	6,6	6,0	6,3	5,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,2	0,7	0,9	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-1,0	-0,5	0,3	0,9	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,5	1,3	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,1	-0,7	-0,4	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,4	2,6	2,6	...
TOTAL	1,3	1,1	0,6	0,7	0,6	0,4	0,8	1,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	4,5	4,3	4,5	4,4	4,3	4,3	4,2	...	...

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.cegegglobal.com

