

IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2020



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Recuperação gradual na China: otimismo prudente com algumas perturbações

O dilema COVID-19: mobilidade e economia

ECONOMIA PORTUGUESA

Coronavírus e o turismo, dois grandes inimigos

ECONOMIA ESPANHOLA

DOSSIER: A NOVA EUROPA VERDE

Como se posiciona a UE no combate às alterações climáticas?

O Green Deal europeu, entre o desejável e o viável

Transição climática na União Europeia: uma questão de justiça

A evolução necessária para um setor financeiro verde

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 2020

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

BPI Research (UEEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

Javier Garcia-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

31 de maio de 2020

ÍNDICE

- 1 EDITORIAL
- 3 PONTOS CHAVE DO MÊS
- 4 PREVISÕES
- 7 MERCADOS FINANCEIROS
- 10 ECONOMIA INTERNACIONAL
- 13 *Recuperação gradual na China: otimismo prudente com algumas perturbações*
- 16 *O dilema COVID-19: mobilidade e economia*
- 20 ECONOMIA PORTUGUESA
- 22 *Coronavírus e o turismo, dois grandes inimigos*
- 24 ECONOMIA ESPANHOLA
- 27 DOSSIER: A NOVA EUROPA VERDE
- 27 *Como se posiciona a UE no combate às alterações climáticas?*
- 29 *O Green Deal europeu, entre o desejável e o viável*
- 31 *Transição climática na União Europeia: uma questão de justiça*
- 33 *A evolução necessária para um setor financeiro verde*

A UE entra numa nova fase

Enquanto vamos mudando de fases de desconfinamento, a UE também colocou em cima da mesa uma mudança de fase. Neste caso para ir ao encontro do processo de construção europeia. De facto, o plano de recuperação proposto pela Comissão Europeia, que podemos considerar que lança as bases para uma união fiscal, é mais que uma mudança de fase e representa um verdadeiro salto quântico, um momento excecional na história da União.

A mudança de abordagem na forma como foi gerida a Grande Recessão e a crise da dívida soberana é evidente. Naquele momento, a UE ofereceu aos países mais afetados ajudas sob a forma de empréstimos a partir do Mecanismo Europeu de Estabilidade. Inclusivamente em abril, essa foi a sua reação inicial, oferecer mais empréstimos: 100.000 milhões para ajudar a financiar programas de regulação de emprego temporário e 240.000 milhões para financiar despesas com a saúde. Uma medida bem-vinda porque reduziu a necessidade de captar financiamento no mercado de capitais e porque ofereceu taxas de juro de cerca de 0%. Contudo, afinal de contas é dívida e, como tal, a dívida possui um capital que tem de ser devolvido.

No final, a UE reconheceu que o apoio aos países membros não poderia ser um «ajudamos a endividarem-se». Simplesmente, porque nem todos os países possuem a mesma capacidade de se endividar e, portanto, de tomar as medidas em termos fiscais para pagar o golpe provocado pela COVID-19 e sustentar a recuperação. Se não sairmos todos juntos desta crise, o país que ficar para trás afetará os restantes e colocará em risco o projeto europeu em si.

A proposta da Comissão inclui, dentro de um pacote de 750.000 milhões de euros, 500.000 milhões sob a forma de transferências. Tudo isto financiado através da emissão de dívida a longo prazo por parte da UE – eurobonds que eram tabu até há bem pouco tempo em países como a Alemanha –. Na realidade, a quantia das transferências proposta não é excessiva: o meio bilião de euros é para quatro anos 0,9% do PIB anual da UE. Além disso, as transferências serão feitas no contexto de diversos programas que beneficiarão todos os países da UE, embora seja verdade que a gravidade da crise seja um dos critérios que serão considerados para a sua distribuição.

Assim, Portugal poderá receber entre 1,5% e 2,0% do PIB por ano em forma de transferências, uma quantidade muito substancial de recursos, mas que não deixa de ser uma fração das necessidades de financiamento das Administrações Públicas nos próximos anos. No entanto, para além dos montantes específicos, o fator mais relevante da proposta é o que significa em termos de criação de um mecanismo pan-europeu de estabilização macroeconómica. Trata-se de um embrião da união fiscal que, se for necessário, poderá ganhar maior envergadura. Além disso, embora a proposta tenha sido apresentada como um instrumento temporário, vários elementos conferem-lhe uma vocação permanente, como a possibilidade de introduzir impostos próprios ao nível da UE. Fala-se inclusivamente em harmonizar a base tributária do imposto sobre as sociedades e que uma pequena camada desse imposto seja angariada a nível comunitário no caso das grandes empresas.

Falta agora aprovar a proposta e implementá-la o mais rapidamente possível, embora não seja fácil. Além da negociação da proporção das transferências, outra questão delicada será a condicionalidade associada às ajudas. É razoável pensar que a UE pretenda garantir que os recursos são utilizados adequadamente e são acompanhados por políticas sensatas que apoiem a recuperação. No que toca à resistência dos denominados países frugais, o famoso «cheque britânico» poderá ser útil para ajudar a superar, dado que os mesmos países também o recebem caso seja necessário diminuir a diferença entre o que contribuirão e o que irão receber do orçamento comunitário. Não deixará de ser irónico que a UE possa dar um passo em frente, como o proposto pela Comissão Europeia, graças a uma invenção proveniente do Reino Unido.

Cronologia

MARÇO 2020

- 3** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 50 p. b. para o intervalo de 1,00%-1,25%.
- 11** A Organização Mundial da Saúde declara pandemia devido à COVID-19.
- 12** O BCE aumenta as compras de ativos de 2020 em 120.000 milhões de euros, melhora a atratividade das TLTRO-III, introduz operações de ponte de liquidez (LTRO até junho) e flexibiliza os requisitos regulamentares.
- 14** O Governo de Espanha implementa o estado de emergência.
- 15** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 100 p. b., para o intervalo de 0,00%-0,25% e lança uma série de medidas (compras de *treasuries* e MBS de 500.000 e 200.000 milhões de dólares, aplica um corte de 150 p. b. na taxa de juro da denominada «janela de desconto» e elimina os requisitos mínimos de reservas).
- 18** O Governo de Portugal implementa o estado de emergência.
O BCE lança um programa de compras contra a COVID-19 (PEPP), com uma dotação de 750.000 milhões de euros. Não está sujeito a limites de emissor ou emissão, permite desvios temporários da tabela de repartição do capital e ativos com um leque de vencimentos mais prolongado.
O Governo de Espanha aprova medidas urgentes extraordinárias para combater o impacto da COVID-19.
- 23** A Fed anuncia que as compras de *treasuries* e de MBS serão ilimitadas e lança outros programas de compras (dívida das empresas, notas promissórias, ativos garantidos pelo crédito ao consumo, etc.).

MAIO 2020

- 5** O Tribunal Constitucional da Alemanha determina que o PSPP (programa de compras de dívida pública que o BCE tem vindo a implementar desde 2015) não considera devidamente o princípio de proporcionalidade e solicita uma análise dos seus custos e benefícios num prazo de três meses.
- 27** A Comissão Europeia propõe um Plano de Recuperação no qual se destaca um fundo de 750.000 milhões de euros financiado através da emissão de dívida por parte da própria Comissão no qual 500.000 euros seriam distribuídos entre os países da UE sob a forma de transferências (não reembolsáveis).

ABRIL 2020

- 9** O Eurogrupo estabelece um pacote de 540.000 milhões de euros de ajudas em forma de empréstimos para ajudar a combater a COVID-19.
- 12** A OPEP e os seus parceiros chegam a um novo acordo para reduzir a produção de petróleo até ao início de 2022.
- 30** BCE reforça a abundância de liquidez com melhorias nas TLTRO-III e o lançamento de injeções extraordinárias contra a pandemia (PELTRO).

FEVEREIRO 2020

- 5** O Senado dos EUA absolve o presidente Donald Trump das acusações pelas quais foi aberto um processo de *impeachment*.
- 24** A Itália deteta um aumento nos casos de coronavírus no país e começa uma semana de turbulência nos mercados financeiros com sessões nas quais são registadas as maiores perdas nas bolsas dos últimos anos.

Agenda

JUNHO 2020

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
Portugal: emprego e desemprego (abril).
- 4** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 5** Portugal: crédito de nova concessão (abril).
- 9** Portugal: comércio internacional (abril).
- 9-10** Comité Monetário da Fed.
- 12** Espanha: *rating* Fitch.
- 16** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 17** Portugal: atividade turística (abril).
- 18-19** Conselho Europeu.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 24** Espanha: balança de pagamentos e PIIN (1T).
- 29** Espanha: evolução do IPC (junho).
Portugal: indicador de confiança das empresas e consumidores (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30** Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).
Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).

JULHO 2020

- 1** Portugal: emprego e desemprego (maio).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 9** Portugal: estatística conjuntural do investimento (1S).
- 10** Portugal: comércio internacional (maio).
- 15** Espanha: contas financeiras (1T).
Portugal: atividade turística (maio).
- 16** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 17** Portugal: indicador coincidente de atividade (junho).
Portugal: *rating* Moody's.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (2T).
- 28-29** Comité Monetário da Fed.
- 30** Espanha: evolução do IPC (julho).
Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 31** Espanha: evolução do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).

Oxalá estejamos errados!

Prudência. Os economistas normalmente enganam-se em momentos como o atual. No início de uma recessão, é-nos difícil prever a mudança de tendência sendo, frequentemente, demasiado otimistas. Por outro lado, a recuperação começa a fazer-se notar e tendemos a ser demasiado cautelosos. A velocidade dos acontecimentos nos últimos meses foi inédita e já estamos num novo ponto de viragem. Embora sejamos conscientes que tendemos a projetar o futuro dando demasiada importância aos acontecimentos mais recentes, voltaremos a tropeçar na mesma pedra? Seremos novamente cautelosos?

As informações que estamos a receber sobre o ritmo da atividade económica ilustram muito bem a situação na qual nos encontramos. Por um lado, os indicadores de atividade tradicional, que geralmente só estão disponíveis até abril, continuam a sugerir que a dimensão da recessão será histórica no 2T. Por exemplo, os indicadores de atividade disponíveis para os EUA sugerem que a queda do PIB no 2T será de cerca de 10%. No caso da Zona Euro, a queda do PIB deverá ser ligeiramente maior, com diferenças significativas entre países. A incidência da pandemia não é a mesma em todos os países europeus. Além disso, as diferenças na estrutura económica também estão a desempenhar um papel muito relevante, pois as medidas de confinamento estão a afetar com maior incidência os setores onde a mobilidade e o contacto social são mais importantes, como o turismo. Face a estas restrições, é muito provável que a economia portuguesa acabe por registar uma das contrações mais significativas, que poderá ser superior a 15% em cadeia no 2T.

Contudo, nem tudo são más notícias. A atividade económica está a recuperar à medida que avança o desconfinamento e são levantadas as restrições, tendo sido inclusivamente mais forte que a prevista há algumas semanas. Esta situação reflete-se nos indicadores menos convencionais os quais nos dão pistas sobre a evolução da atividade económica praticamente em tempo real, como é o caso dos dados de mobilidade ou os pagamentos efetuados com cartão. Por exemplo, de acordo com os registos dos TPA do CaixaBank, as despesas com cartões espanhóis caíram cerca de 50% em termos homólogos na segunda quinzena de março, após a declaração do estado de emergência, tendo mantido um ritmo de queda semelhante durante o mês de abril. No entanto, é possível observar uma mudança de tendência significativa desde que as medidas de contenção começaram a ser levantadas. Durante a última semana de maio a queda foi de «apenas» 10% e, com dados ainda

mais animadores, as províncias espanholas que já estavam inseridas na fase 2 registaram uma taxa de crescimento positiva de 4% (um número que também reflete uma maior tendência para pagamentos com cartão em vez de numerário). Igualmente animadora é a evolução dos terminais TPA inativos, que chegaram a aumentar 60% após a declaração do estado de emergência. No entanto, na última semana de maio «apenas» 15% estavam inativos. Grande parte do tecido produtivo estava em hibernação. Agora está a acordar rapidamente.

No lado positivo da balança, devemos acrescentar também a resposta da política económica que está a ser levada a cabo nos principais países desenvolvidos, tanto em termos fiscais como monetários. A dimensão da recessão económica exigia uma resposta rápida, forte e eficaz. E, por agora, isto está a acontecer. Durante o mês de maio destacou-se positivamente o plano de recuperação económica proposto pela Comissão Europeia, tanto pela quantidade de recursos que pretende mobilizar como, sobretudo, pelo reforço da arquitetura institucional europeia que daí poderá resultar. A resposta do BCE à decisão do Tribunal Constitucional alemão também foi significativa, ao eliminar dúvidas sobre a sua capacidade de atuação pelo menos a curto prazo.

No entanto, não podemos cantar vitória. Enquanto não tivermos uma vacina eficaz contra a COVID-19, teremos de conviver com o vírus, o que implicará a manutenção de restrições ao distanciamento social, que ocasionalmente irão precisar de ser reforçadas se ocorrer um novo surto. Assim, o salto na atividade económica que testemunharemos nos próximos meses será muito perceptível e também muito animador. Contudo, dificilmente acabará por atingir o nível pré-pandémico a curto prazo. Teremos que esperar por um tratamento eficaz e quanto mais tempo passar até que ele exista, mais substancial será a erosão da capacidade produtiva.

Existe muita incerteza sobre quando o conseguiremos, embora pareça ser difícil que ele possa ser alcançado antes do segundo trimestre do próximo ano. Não sabemos também como iremos reagir como sociedade a esta nova normalidade. Neste contexto, muitas economias, entre as quais a portuguesa, terão dificuldade em evitar quedas de dois dígitos no PIB este ano e recuperar tudo o que foi perdido no próximo exercício. Publicaremos, nas próximas semanas, uma revisão do nosso cenário de previsão, no qual iremos detalhar esta previsão. **Oxalá estejamos errados!**

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,91	0,40	0,40
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	1,00	1,05
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	0,50	0,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	1,00	1,20
Euro							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,46	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,45	-0,43	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,34	-0,33	-0,33
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,26	-0,25	-0,25
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,63	-0,60	-0,50
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,27	-0,30	-0,10
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,36	0,19	0,24
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	-0,09	0,41	0,42
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,90	0,70
Prémio de risco	11	184	110	117	71	120	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,34	0,42	0,44
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	-0,12	0,72	0,64
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	1,00	0,80
Prémio de risco	19	362	149	147	67	130	90
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,31	1,18	1,14	1,11	1,15	1,18
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,40	123,91	126,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	107,75	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,92	0,88
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,80	0,75
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	40,0	55,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	34,8	46,6

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,9	3,6	2,9	-3,7	5,7
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,5	2,2	1,7	-6,2	5,3
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	-6,1	5,1
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	-6,7	6,6
Alemanha	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	-6,2	6,6
França	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	-6,8	6,9
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	-8,0	5,9
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	-8,1	6,1
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	-7,2	6,9
Japão	1,5	0,4	2,2	0,3	0,7	-6,9	3,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	-7,0	4,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,2	4,8	4,5	3,7	-2,1	6,0
China	10,5	8,4	6,9	6,6	6,1	1,0	9,3
Índia	9,7	6,9	6,6	6,8	5,3	-4,5	5,0
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	-1,0	4,0
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	-4,5	1,9
México	2,4	2,1	2,1	2,1	-0,1	-8,5	2,6
Chile	5,0	3,3	1,2	4,0	1,1	-5,3	3,5
Rússia	7,2	0,9	1,8	2,5	1,3	-6,3	2,5
Turquia	5,4	4,8	7,5	2,8	0,9	-5,3	3,3
Polónia	4,0	3,2	4,9	5,2	4,1	-4,6	4,2
África do Sul	4,4	1,8	1,4	0,8	0,2	-5,4	0,4
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,6	2,8	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	0,6	1,9
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	0,6	2,5
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,2	0,9	1,8
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,0	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,1	1,9
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	0,5	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	-0,4	1,4
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,0	1,4
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	-0,4	0,5
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,4	2,2
Países emergentes	6,7	5,8	4,3	4,8	5,0	4,2	4,6
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,9	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	2,9	4,3
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	2,0	4,4
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,0	3,5
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	2,0	2,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,9	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	2,6	3,3
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	8,5	9,8
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,8	2,7
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	4,1	3,9	4,2

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,2	2,1	2,9	2,2	-5,6	6,5
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,7	0,2	0,9	1,1	3,3	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-3,5	11,5	5,8	6,3	-26,2	-0,1
Bens de equipamento	1,2	-0,1	12,5	7,5	2,7	-	-
Construção	-1,5	-6,2	12,2	4,6	9,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-1,0	3,3	3,1	2,8	-7,9	4,7
Exportação de bens e serviços	5,2	3,5	8,4	4,5	3,7	-25,4	40,5
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	8,1	5,8	5,3	-24,7	35,2
Produto interno bruto	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	-8,1	6,1
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,1	3,3	2,3	1,0	-7,3	5,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	12,7	8,6
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	-0,4	1,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-4,1	1,2	0,4	-0,1	-0,7	-0,2
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,7	2,1	1,4	0,9	0,3	0,8
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,4	-3,0	-0,4	0,2	-9,0	-2,4

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	3,0	1,8	1,1	-9,9	6,9
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	1,0	1,9	2,3	6,4	4,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-3,8	5,9	5,3	1,8	-12,6	10,8
Bens de equipamento	5,0	-1,5	8,5	5,7	2,7	-10,6	11,4
Construção	5,7	-6,5	5,9	6,6	0,9	-16,9	10,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,0	2,6	1,5	-6,9	6,8
Exportação de bens e serviços	4,8	2,8	5,6	2,2	2,6	-14,9	5,5
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	6,6	3,3	1,2	-15,0	5,7
Produto interno bruto	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	-7,2	6,9
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,3	-5,1	5,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	19,3	15,9
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,0	1,4
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	4,7	0,9
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	2,0	1,6	2,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	2,4	1,8	2,3
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-7,1	-3,0	-2,5	-2,8	-9,8	-6,0

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

Previsões

O desconfinamento anima o sentimento nos mercados financeiros

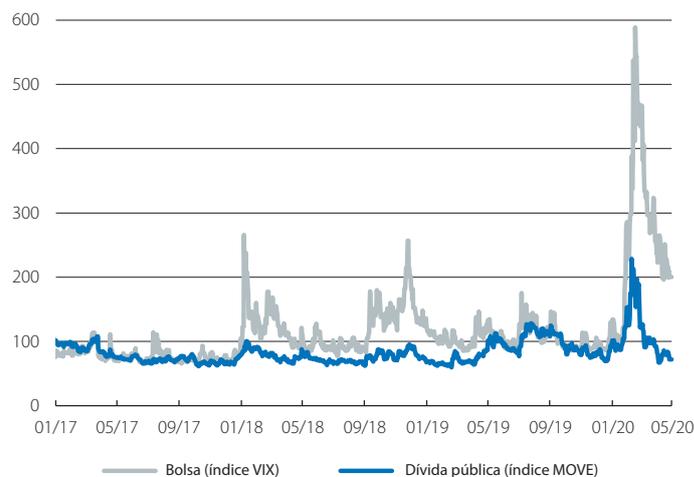
Os mercados financeiros abrem caminho ao início da recuperação. Em maio, o sentimento dos investidores continuou com a incipiente melhoria registada em abril, tendo aumentado o apetite por ativos de risco. Entre os principais catalisadores que favoreceram o otimismo dos investidores, destaque para a contenção em termos do número de mortes da pandemia, os avanços em possíveis tratamentos para a COVID-19 e o crescente levantamento das medidas para restringir a atividade nas principais economias internacionais. Neste sentido, foi também um benefício para o ambiente do mercado o programa de reconstrução económica proposto pela Comissão Europeia para apoiar a recuperação da atividade na região (consultar a secção de economia internacional para mais detalhes). Enquanto isso, os principais bancos centrais continuaram a atuar como garantes de liquidez nos mercados financeiros, num ambiente económico que antecipam que será exigente nos próximos trimestres, tendo-se comprometido a prolongar as medidas caso seja necessário.

As bolsas recuperam lentamente. Os principais índices bolsistas apresentaram um desempenho positivo e ampliaram os ganhos registados em abril, embora num ambiente de maior volatilidade e com ganhos mais contidos. No caso das economias desenvolvidas, durante a maior parte do mês os índices norte-americanos registaram avanços maiores do que os seus homólogos europeus, algo que já vinha a ocorrer desde o início da crise de saúde pública. No entanto, com o programa de recuperação proposto pela Comissão Europeia esta situação mudou na segunda quinzena de maio, com os índices europeus a registarem uma evolução semelhante à do S&P 500. No bloco emergente, também foi possível observar um desempenho misto entre as economias. Desde o início do ano, a queda registada pelo índice MSCI América Latina é três vezes superior do que a registada na Ásia emergente. As razões para esta evolução tão distinta residem na vulnerabilidade económica que vários países da América Latina estão a atravessar (como o Brasil, o México e a Argentina), agravada pela pandemia através de matérias-primas mais baratas e pela desvalorização das suas moedas. Outra evidência desta debilidade foi o incumprimento do vencimento de parte da dívida soberana argentina, que pediu uma margem de 10 dias para renegociar as condições.

O mercado de petróleo estabiliza. Após as turbulências sofridas no mercado de crude em abril, onde os desequilíbrios entre oferta e procura fizeram com que o preço do barril de WTI (a referência nos EUA) fosse negociado pontualmente a preços negativos, em maio foi observada uma certa normalidade. Ao aumento incipiente da procura por combustíveis (decorrente da reabertura gradual da atividade na maior parte dos países) e

Volatilidade implícita nos mercados financeiros

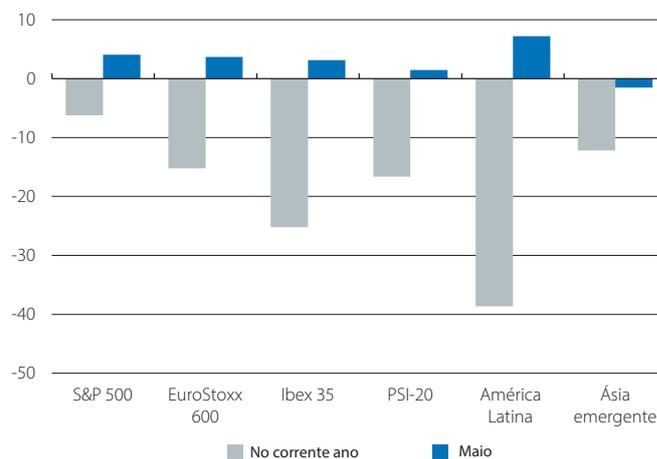
Índice (100 = janeiro 2017)



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

Evolução dos principais índices bolsistas

Variação (%)

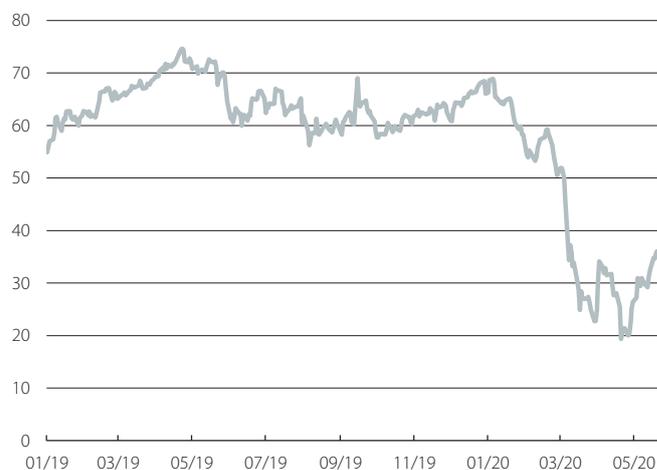


Nota: Para a América Latina e a Ásia emergente foram considerados os índices MSCI.

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

Preço do petróleo Brent

(Dólares por barril)



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

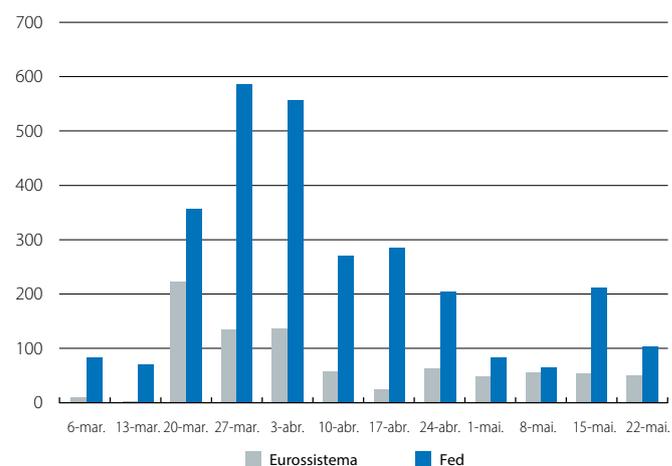
à melhoria do sentimento dos investidores, juntou-se a entrada em vigor dos cortes de produção acordados pela OPEP e pelos seus parceiros (9,7 milhões de barris diários em maio e junho). Da mesma forma, a Arábia Saudita, o Kuwait e os Emirados Árabes Unidos anunciaram cortes adicionais na sua produção, para além dos acordados com os restantes membros do cartel. Além disso, nos EUA vários poços de extração de *shale* interromperam as suas atividades com o objetivo de diminuir as tensões decorrentes do excesso de oferta ocorrido no mês anterior. A resposta dos mercados foi forte com o preço do barril de Brent a situar-se acima dos 35 dólares.

Os bancos centrais comprometem-se a aumentar as medidas. Em maio, a Fed e o BCE continuaram a aumentar os seus balanços como resultado da compra de ativos dos seus respetivos programas de estímulo monetário para combater a crise. A eficácia das suas medidas foi evidenciada pela redução das tensões nos mercados monetários e de crédito. Contudo, as duas instituições reafirmaram que estão preparadas para utilizar mais ferramentas, caso seja necessário. Outro dos focos de atenção no mês foi a decisão do Tribunal Constitucional da Alemanha, que questionava aspetos da política monetária do BCE. Especificamente, o Tribunal considerou que o programa de compras de dívida pública no mercado secundário que o BCE tem vindo a implementar desde 2015 (o denominado PSPP) não respeita o princípio de proporcionalidade (em particular, o Tribunal considerou que não foi efetuada uma análise dos custos e benefícios do programa em termos do mandato de inflação e dos impactos económicos das medidas). Assim, o Tribunal indicou que, na ausência desta análise nos próximos três meses, exigirá que o Bundesbank deixe de participar no programa. Por seu turno, o BCE declarou que está sujeito à jurisdição dos tribunais europeus e que os mesmos já tinham decidido, numa sentença anterior, a favor da legalidade do PSPP e da sua adaptação ao mandato do BCE. A curto prazo não se espera que a sentença afete a capacidade de estímulo do BCE (além disso, a sentença não se refere ao PEPP, o grande programa de estímulo que o BCE lançou para enfrentar a crise da COVID-19). No entanto, o conflito evidencia o risco de tensões entre os vários níveis jurisdicionais da UE.

Descida dos prémios de risco da periferia da Zona Euro. O maior apetite por ativos de risco também se transferiu para o mercado de dívida pública, onde o protagonismo esteve nas curvas soberanas dos países da periferia da Zona Euro. As compras de dívida destes países por parte do BCE (no mercado secundário) e o programa de reconstrução económica proposto pela Comissão Europeia, anunciado no final do mês, fizeram descer os prémios de risco de Espanha, Portugal e Itália entre 30 e 45 p.b. Assim, no final do mês, estes diferenciais face ao *bund* alemão só eram ligeiramente superiores aos anteriores à pandemia. Por sua vez, as taxas de juro soberanas na Alemanha e nos EUA mantiveram-se em níveis baixos.

Balanço dos bancos centrais: aumento semanal

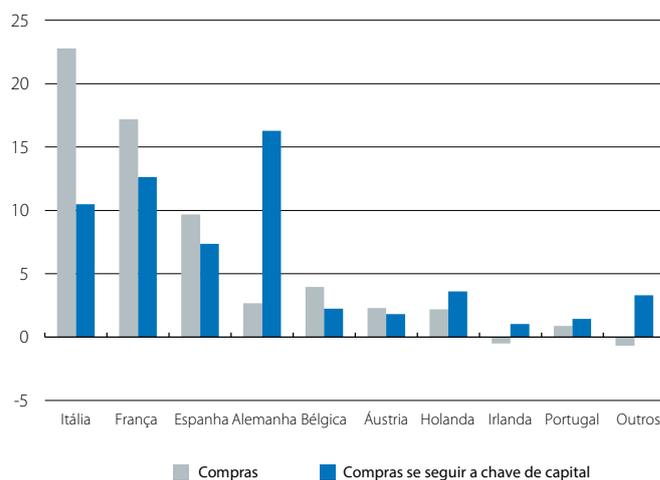
(Milhares de milhões de euros e dólares)



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

BCE: compras líquidas de ativos (PSPP) em março

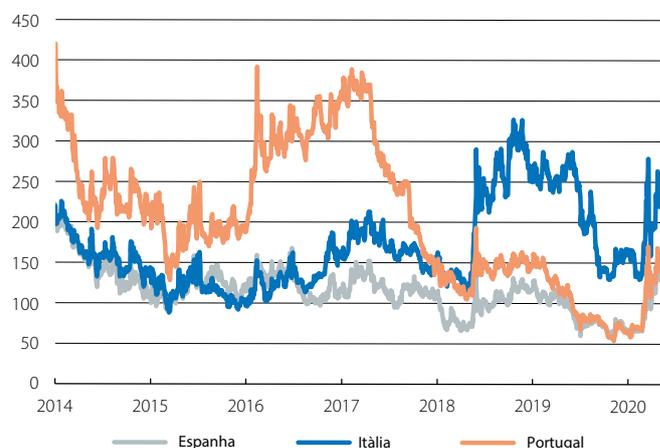
(Milhares de milhões de euros)



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

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos

(p. b.)



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

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,31	-0,27	-3	7,6	1,5
Euribor 12 meses	-0,09	-0,12	3	16,4	8,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,57	-0,54	-3	6,6	4,6
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,66	-0,76	10	-5,8	0,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,45	-0,59	14	-26,2	-24,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,56	0,72	-16	9,4	-15,3
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,50	0,82	-31	6,2	-30,6
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-225,0
Libor 3 meses	0,34	0,56	-21	-156,4	-215,9
Libor 12 meses	0,67	0,86	-19	-132,3	-183,7
Dívida pública a 1 ano	0,16	0,14	2	-140,9	-204,3
Dívida pública a 2 anos	0,16	0,20	-4	-140,9	-176,2
Dívida pública a 10 anos	0,65	0,64	1	-126,5	-147,2

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	80	-8	28,1	0,9
Itraxx Financeiro Sénior	85	101	-16	33,8	-6,4
Itraxx Financeiro Subordinado	181	218	-37	67,3	-6,4

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,110	1,096	1,3	-1,0	-0,6
EUR/JPY (ienes por euro)	119,770	117,420	2,0	-1,6	-1,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,899	0,870	3,4	6,3	1,7
USD/JPY (ienes por dólar)	107,830	107,180	0,6	-0,7	-0,4

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	367,1	353,2	3,9	-8,6	-11,7
Brent (\$/barril)	35,3	25,3	39,8	-46,5	-45,2
Ouro (\$/onça)	1.730,3	1.686,5	2,6	14,0	32,5

Rendimento variável

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.044,3	2.912,4	4,5	-5,8	10,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.050,2	2.927,9	4,2	-18,6	-7,0
Ibex 35 (Espanha)	7.096,5	6.922,3	2,5	-25,7	-21,2
PSI 20 (Portugal)	4.330,7	4.284,2	1,1	-16,9	-14,1
Nikkei 225 (Japão)	21.877,9	20.193,7	8,3	-7,5	6,2
MSCI emergentes	930,4	924,9	0,6	-16,5	-6,8

Recuperação incipiente, se a COVID-19 permitir

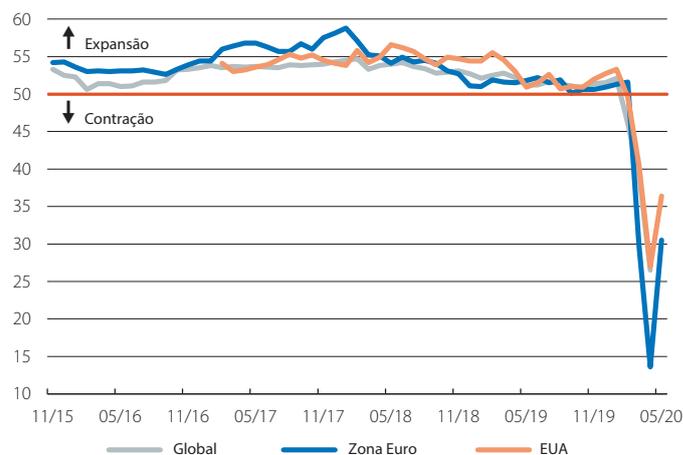
Recuperação muito gradual no início do desconfinamento.

Nos últimos meses, foi possível verificar que a COVID-19 terá efeitos muito significativos na atividade económica. Além disso, tudo faz indicar que os números macroeconómicos para o conjunto do segundo trimestre serão muito mais negativos do que no 1T e ligeiramente piores do que o inicialmente previsto. Por exemplo, em abril o indicador de sentimento económico composto (PMI) da economia mundial caiu para 26,5 pontos, o valor mais baixo desde que a série é publicada. Em maio, a descida no número de infeções provocou um iniciar paulatino do desconfinamento nas principais economias avançadas, uma situação que naturalmente se traduziu numa melhoria incipiente dos indicadores económicos embora permaneçam em níveis baixos e façam transparecer uma atividade económica débil. À medida que o controlo da epidemia continua a evoluir positivamente, o levantamento de algumas medidas de distanciamento conduzir-á a uma recuperação dos indicadores económicos nos próximos meses. Contudo, a normalização da economia estará sujeita à contenção da COVID-19 e aos avanços médicos para a combater, duas condições sem as quais a atividade económica mundial dificilmente regressará à plena normalidade.

A Europa dá um novo impulso às políticas económicas. Face ao impacto considerável da pandemia na economia, de uma forma geral a política económica está a responder rapidamente com medidas ambiciosas, embora as diferenças entre regiões e países sejam significativas e os países avançados, com maior capacidade de endividamento, estejam a implementar uma série de medidas mais profundas do que os países emergentes. Entre os países avançados, existe também uma disparidade significativa, explicada em grande parte pelas diferenças na capacidade em executar um estímulo fiscal (margem mais elevada nos EUA e nas economias do núcleo da Zona Euro do que na periferia europeia). No entanto, em maio as instituições europeias deram um passo importante visando a implementação de uma resposta comunitária ao impacto económico da COVID-19. Especificamente, poucos dias depois da França e da Alemanha terem mostrado o seu apoio a um possível pacote de 500.000 milhões de euros a ser distribuído entre os países da UE sob a forma de transferências não reembolsáveis (que não resultaria num aumento dos rácios de dívida pública dos Estados-membros), a Comissão Europeia propôs um plano de recuperação que incluirá um fundo de cerca de 750.000 milhões de euros (5,4% do PIB da UE), dos quais a maioria (cerca de 500.000 milhões) será desembolsado sob a forma de transferências a fundo perdido, enquanto o resto será efetuado na forma de empréstimos. Além disso, os fundos serão obtidos através da emissão adequada de dívida europeia por parte da Comissão Europeia, que será suportada pelo aumento do limite de recursos próprios do orçamento da UE (de 1,2% do PIB para 2,0%) que também irá contemplar a criação de novos impostos a

PMI composto

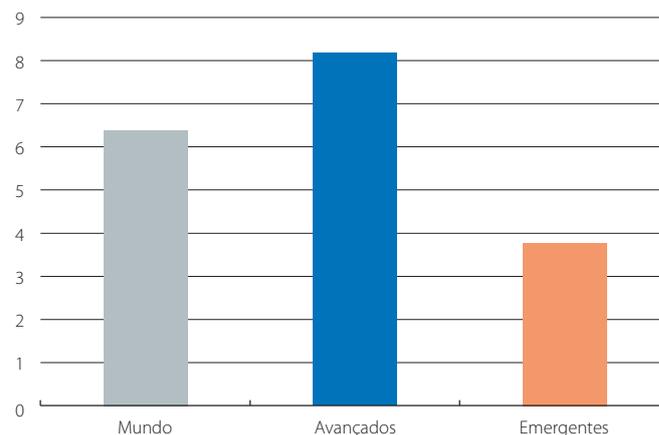
Nível



Nota: Os dados de maio para a Zona Euro e para os EUA correspondem ao Flash PMI.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da IHS Markit.

Medidas fiscais

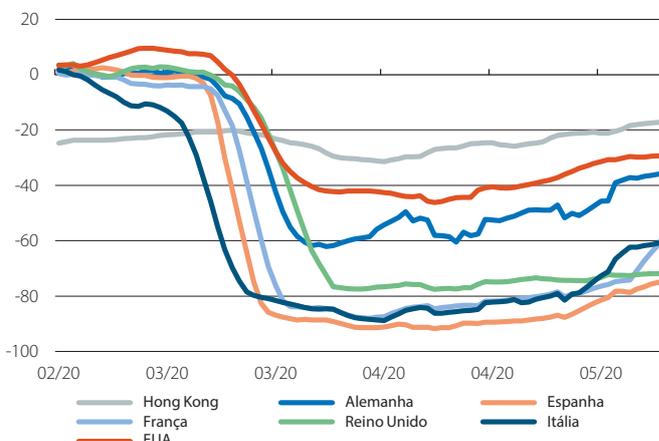
(% do PIB)



Nota: Estimativas da Goldman Sachs para medidas de despesa direta, liquidez, diferimentos de impostos, etc.
Fonte: Goldman Sachs.

Mobilidade da população em estabelecimentos comerciais

Variação em comparação com o nível base * (%)



Notas: Dados com base numa média de 7 dias. (*) O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report.

nível europeu. Os recursos serão distribuídos uniformemente durante quatro anos (entre 2021 e 2024) e a distribuição entre países terá em consideração a gravidade do impacto do coronavírus. Apesar de ainda não existirem dados oficiais sobre a possível distribuição entre países, estimamos que Espanha poderá beneficiar de uma quantia anual entre 1,5% e 2,0% do seu PIB (ver mais detalhes na Nota Breve de 29 de maio de 2020 «A Comissão Europeia propõe um Plano de Relançamento da economia Europeia»). No entanto, esta proposta deve ser aprovada pelo Conselho Europeu (em junho ou julho) e posteriormente ratificada pelo Parlamento Europeu e por todos os Estados-membros.

EUA e China reacendem tensões geopolíticas. Embora em termos estritamente comerciais parecer pouco provável um novo aumento das taxas aduaneiras – dado que no início de maio os dois países vieram rapidamente declarar que os acordos estabelecidos estavam a ser cumpridos – a dialética entre as duas economias intensificou-se novamente (nos últimos meses, o presidente dos EUA culpou repetidamente a China pela disseminação da COVID-19), resultando no desencadear de novas frentes de tensão. Especificamente, os EUA assinalaram que poderiam expulsar as empresas chinesas das bolsas americanas. Além disso, após a aprovação da Lei de Segurança de Hong Kong pelo governo chinês, o secretário de Estado dos EUA, Mike Pompeo, anunciou que Hong Kong poderá deixar de ser considerado um território autónomo da China (podendo implicar a perda de determinadas vantagens comerciais e financeiras que a região possui).

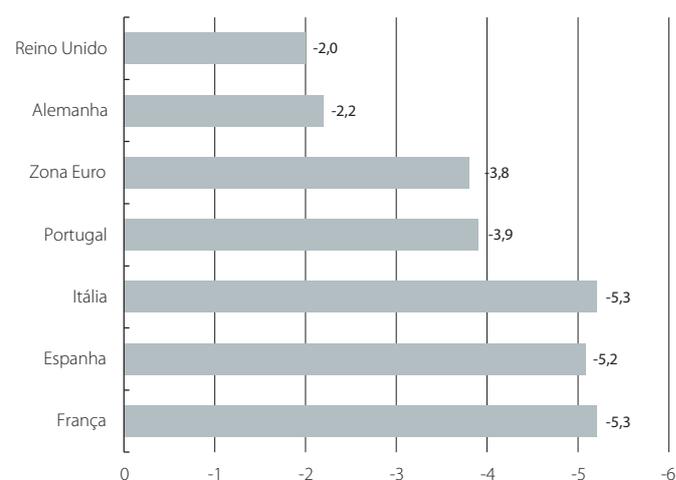
ECONOMIAS AVANÇADAS

Preveem-se fortes quedas da atividade nas principais economias avançadas no 2T. Após a divulgação dos números do 1T 2020 que já evidenciavam o impacto da pandemia (os EUA contraíram 1,2% em cadeia, o Japão 0,9%, o Reino Unido 2,0%, a Alemanha 2,2% e França, Espanha e Itália cerca de 5,0%), a intensificação das restrições à mobilidade em abril e a sua extensão durante boa parte do mês de maio na maior parte dos países europeus e nos EUA levará a contrações sem precedentes (em muitos casos, em dimensões que não eram observadas desde a Segunda Guerra Mundial) na atividade económica destes países no 2T (ver o Focus «O dilema COVID-19: mobilidade e economia», nesta edição da *Informação Mensal*, para uma análise do impacto das medidas de contenção no PIB do 2T). Por exemplo, nos EUA o Índice de Atividade Económica de Alta Frequência da Fed de Nova Iorque indica quedas do PIB ligeiramente superiores a 10% (em termos homólogos).

Os indicadores sugerem que a maior parte da debilidade se concentrou em abril, enquanto em maio apareceram sinais incipientes de recuperação devido ao levantamento gradual das restrições resultantes do confinamento. A informação disponível em tempo real é escassa e os indicadores mais convencionais (como a produção industrial, vendas a retalho ou taxa de desemprego) disponíveis no fecho desta edição ainda se

Europa: PIB do 1T 2020

Varição em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e de institutos nacionais de estatística.

Japão: PIB

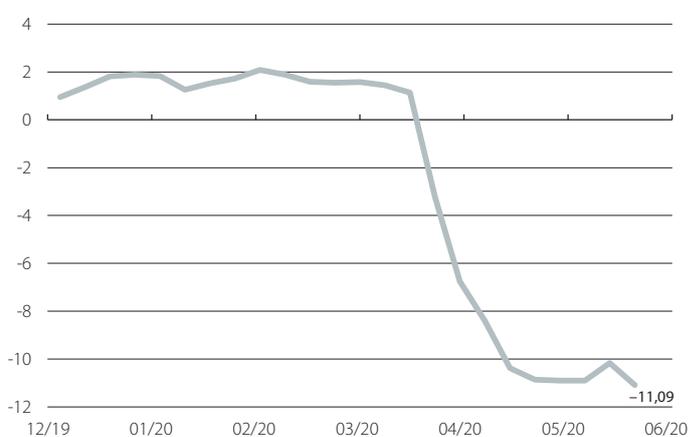
Varição (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto de Estatística do Japão.

EUA: índice semanal de atividade económica *

(%)



Nota: * Índice construído a partir de 10 indicadores diários e semanais. Está dimensionado para coincidir com o crescimento do PIB do 4T. Não é um índice de previsão oficial da Fed de Nova Iorque.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Fed de Nova Iorque.

referem a março. Contudo, indicadores de alta frequência como o consumo de eletricidade, pagamentos com cartão ou índices de mobilidade das pessoas (com base na geolocalização de telemóveis) por um lado sugerem que a produção se manteve marcadamente débil em abril e, por outro, que a recuperação gradual da atividade começou em maio nas principais economias avançadas. Em suma, trata-se de uma recuperação deveras paulatina.

A COVID-19 abranda a inflação, principalmente devido à queda dos preços da energia (por sua vez causada pelo colapso da procura global) e por causa dos serviços mais afetados pelas medidas de confinamento (entre as quais se destacam as relacionadas com o lazer e o turismo). Assim, em abril, a taxa de inflação nos EUA situou-se em 0,3%, 1,2 p. p. abaixo do registo de março, enquanto a inflação na Zona Euro ficou pelos 0,1% em maio, -0,2 p. p. em comparação com abril e -0,6 p. p. face a março.

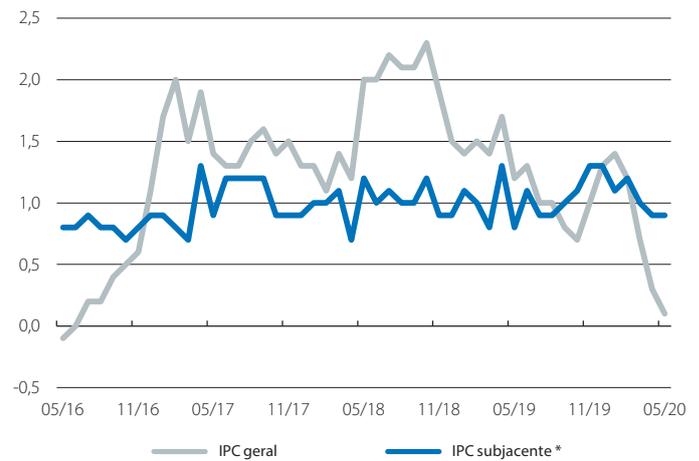
ECONOMIAS EMERGENTES

Recuperação gradual e heterogénea da China. Os indicadores de atividade para abril e maio mostram uma recuperação díspar por setores na economia chinesa. Assim, enquanto os setores industriais e da construção já recuperaram os seus níveis normais de produção, a atividade no setor dos serviços continua a ser afetada pela manutenção de várias medidas de distanciamento e debilidades no consumo das famílias, razão pela qual está a melhorar a um ritmo mais lento (ver a análise do Focus «Recuperação gradual na China: otimismo prudente com algumas perturbações» nesta edição da *Informação Mensal*). Neste contexto, o Executivo chinês decidiu pela primeira vez não estabelecer uma meta de crescimento do PIB para 2020. Contudo, o governo anunciou um aumento da meta do défice público para este ano para, pelo menos, 3,6% do PIB (superior aos 2,8% de 2019). Embora o aumento possa parecer modesto, devemos levar em consideração que o Governo também está a promover, de forma significativa, a despesa e o investimento em empresas públicas e entidades locais que não estão inseridas no âmbito do orçamento governamental (uma despesa que poderá ser de cerca de 3% do PIB). Com este pacote de medidas, o estímulo fiscal ajudará a facilitar a recuperação da economia chinesa no segundo semestre de 2020.

O impacto da pandemia no 1T foi desigual nas restantes economias emergentes. Assim, na Índia, na Turquia e na Rússia, a COVID-19 ainda não afetou em demasia os dados económicos do primeiro trimestre do ano, enquanto no Brasil o impacto foi muito mais evidente. Especificamente, a economia indiana cresceu 3,1% homólogo no 1T, em comparação com os 4,1% homólogos no 4T 2019. Na Turquia, o crescimento homólogo foi de 4,5%, um ritmo inferior aos 6,0% com os quais encerrou o ano de 2019, mas ainda dinâmico. Por sua vez, na Rússia o PIB aumentou 1,6% homólogo no primeiro trimestre (2,1% no trimestre anterior). Em contrapartida, o PIB do Brasil caiu 0,3% homólogo, afetado pelos confinamentos decretados nos vários Estados a partir de 13 de março (no 4T 2019, a economia cresceu 1,7%). No entanto, para o 2T são esperadas quedas da atividade bastante mais acentuadas em todas estas economias.

Zona Euro: IPC harmonizado

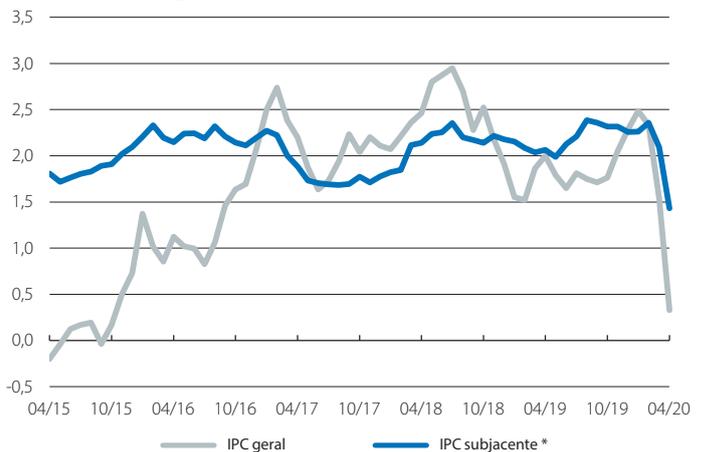
Varição homóloga (%)



Nota: * Sem energia, alimentos, álcool e tabaco.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

EUA: IPC

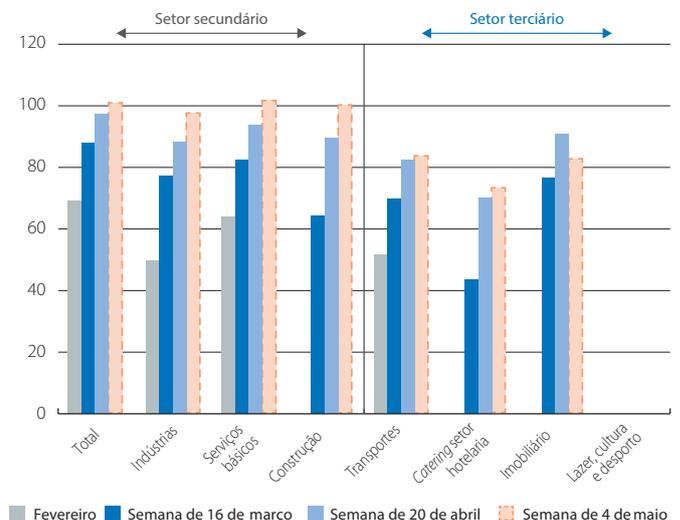
Varição homóloga (%)



Nota: * Sem energia nem alimentos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bureau of Labor Statistics.

China: recuperação da atividade

Percentagem do nível de 2019 (%)



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research.

Recuperação gradual na China: otimismo prudente com algumas perturbações

- A economia chinesa aumentou a velocidade da sua recuperação no último mês e alguns setores já recuperaram quase completamente a normalidade.
- Contudo, é uma recuperação heterogénea: a atividade de alguns setores dos serviços, como a hotelaria, lazer e restauração, continua bem abaixo do nível anterior à crise, afetados pela debilidade do consumo presencial.
- No seu conjunto, a melhoria convida a um otimismo prudente sabendo que a sombra da COVID-19 é bem grande e que a atividade agregada demorará tempo até normalizar completamente.

Muito tem vindo a ser dito sobre a velocidade da recuperação do gigante asiático após o golpe que a COVID-19 causou à sua economia no 1T (queda de 9,8% em cadeia). É rápida ou lenta? Calibrar com todas as suas nuances a velocidade de recuperação na China e respetivas características é especialmente importante, pois foi o primeiro país afetado pela COVID-19 e que conseguiu conter a epidemia no final do primeiro trimestre após a adoção de medidas rigorosas de contenção e isolamento. Desta forma, a China está «um trimestre à frente» sendo um bom termómetro que nos pode dar pistas sobre como as economias avançadas irão evoluir nos próximos meses.

Como é possível observar no primeiro gráfico, as medidas de distanciamento social implementadas pela China, sintetizadas no índice criado pela Universidade de Oxford, eram bastante severas e ainda permanecem em níveis intermédios. As precauções são muitas e, de facto, no final de abril a mobilidade foi novamente restringida nalgumas regiões e, em maio, os cidadãos de algumas regiões receberam ordens para permanecerem em casa. No entanto, se não existirem surtos, é de esperar que o índice de medidas de distanciamento social caia dos níveis atuais (ligeiramente acima de 60 pontos em 100) para níveis mais baixos (cerca dos 20 pontos) até ao fim do ano. Desta forma, as menores restrições destas medidas poderão dar um impulso importante à economia na segunda metade do ano, após ser alcançada a «nova normalidade» (na segunda metade do ano, esperamos uma recuperação do crescimento do PIB que possa situar o crescimento médio em cerca de 1,0% em 2020).

Uma recuperação gradual e heterogénea

A recuperação chinesa pode ser dividida em duas fases: uma muito lenta em março e na primeira quinzena de abril e outra mais robusta, embora heterogénea por setores. Desde então, nalguns setores – como a construção, a indústria ou o setor automóvel – a atividade normalizou quase completamente face aos níveis anteriores à COVID-19, mas nalguns setores dos serviços – como a hotelaria, o lazer e a restauração – a atividade permanece ainda muito abaixo do normal (de acordo com o inquérito da Gavekal Dragonomics, até ao final de abril 64% dos chineses foram comer a restaurantes, 53% foram a centros comerciais e apenas 15% voltaram ao ginásio).

China: distanciamento social de acordo com a evolução da COVID-19

Índice (de 0 a 100)



Nota: Este índice varia de 0 (flexibilidade total) a 100 (nível máximo de inflexibilidade), onde é recolhido um conjunto de medidas de distanciamento social e é normalizada a sua média neste intervalo.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Universidade de Oxford.

China: atividade por setores

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do National Bureau of Statistics e do China Academy Index.

É que a debilidade do consumo, juntamente com a manutenção de medidas de distanciamento (restrições à lotação em eventos públicos e limitações em atividades de lazer), terá um efeito duradouro que dificultará a recuperação do dinamismo de muitas atividades do setor terciário ao longo de 2020. Isto complicará a recuperação do seu valor pré-crise à procura agregada e continuará a impedir

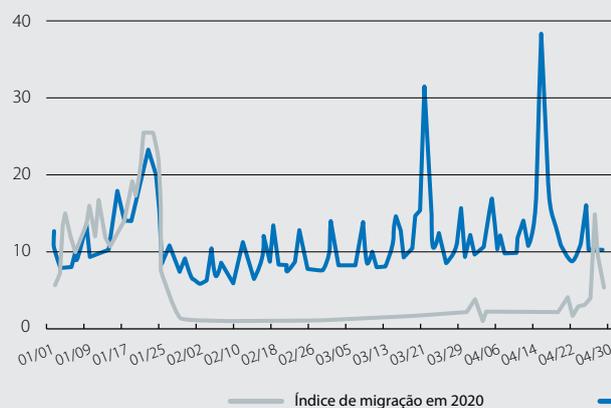
a plena recuperação. Não faltam razões para o menor dinamismo do consumo: desde o impacto negativo dos efeitos da COVID-19 no mercado de trabalho (apenas 25% dos trabalhadores inquiridos em março afirmaram que os seus salários se mantiveram inalterados em março), até a uma mudança de hábitos na forma de consumir relacionado com um determinado «efeito de receio», passando por uma maior poupança por motivos de precaução. As autoridades chinesas estão cientes destas desvantagens. Desde 7 de maio que os hotéis, restaurantes e as lojas podem abrir e funcionar normalmente e os espaços de lazer (cinemas, parques, museus ou ginásio) podem reabrir, embora com restrições de lotação. Estas medidas visam consolidar a melhoria incipiente no consumo.

Já começaram a ser observadas mudanças nos hábitos de consumo, sendo que algumas delas podem ter vindo para ficar, o que poderá resultar numa reconfiguração setorial significativa da economia chinesa. Especificamente, observamos que nos meses de março e abril as vendas online permaneceram ao mesmo nível da média de 2019, enquanto as vendas presenciais mostraram uma atividade de entre 30% e 36% inferior ao normal. Por outras palavras, a resiliência do comércio *online* – de facto, o seu peso no consumo total passou de 12% no início de 2016 para 30% hoje em dia – foi essencial para impedir que o colapso económico fosse ainda mais acentuado. O mesmo pode ser dito do consumo de bens de primeira necessidade, que, em abril, foi superior em 400\$ face à média de 2019, enquanto, por outro lado, o *catering* para hotéis e restaurantes se situava ainda 50% abaixo do normal.

Apesar das dificuldades e dos efeitos duradouros da COVID-19 anteriormente mencionados, é inegável que a recuperação de vários setores económicos em abril, após o aumento da atividade na segunda metade do mês, é promissora, permitindo-nos nestes momentos falar sobre um «otimismo prudente». Também é possível obter uma leitura ligeiramente mais positiva quando analisamos os

Mobilidade: saídas de Pequim

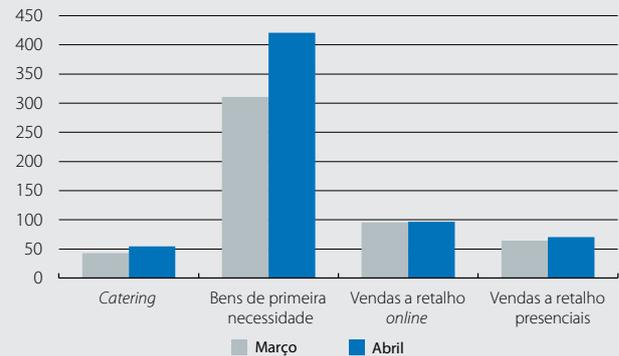
Índice de migração



Nota: Cada unidade do índice corresponde a cerca de 50.000 pessoas. Assim, um valor de 30 seria 1,5 milhões. O índice deixou de ser publicado desde o início de maio.
Fonte: Baidu Qianxi.

China: uma recuperação heterogénea

Variação de vendas em comparação com a média de (%) *

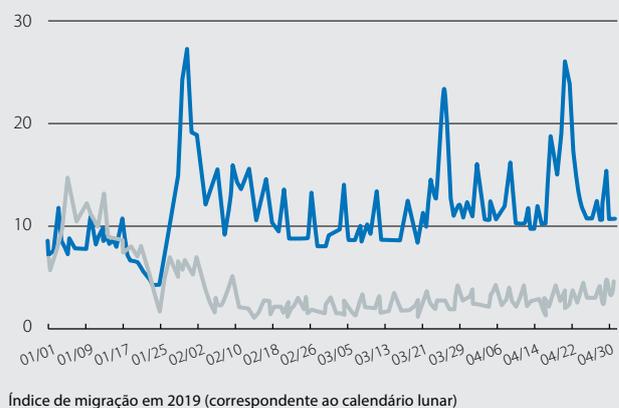


Nota: * Para calcular a média das vendas a retalho online e presenciais de 2019, excluímos os meses correspondentes ao Ano Novo Chinês e à celebração do Dia do Solteiro para evitar problemas de sazonalidade.
Fonte: BPI Research.

dados de mobilidade da China recolhidos pelo Baidu (o denominado «Google chinês»). Por exemplo, na cidade de Pequim, a mobilidade medida através do número de pessoas que saem da cidade, aumentou significativamente no final de abril. Contudo, os fluxos de entrada de pessoas em Pequim continuaram a ser anormalmente baixos, o que poderá estar relacionado com o aumento do teletrabalho e os danos do vírus no mercado de trabalho (estima-se que um quinto dos trabalhadores chineses que se deslocaram dos seus locais de trabalho para celebrarem o Ano Novo Chinês no final de janeiro ainda não regressaram no final de abril). Outro elemento positivo está relacionado com o número reduzido de empresas que entraram em bancarrota: os dados não mostram um aumento significativo de falências em comparação com o primeiro semestre de 2019, provavelmente uma consequência positiva das medidas das autoridades chinesas que aumentaram a liquidez dos mercados e das empresas (menos restrições desde fevereiro à emissão de novas obrigações corporativas para refinar a dívida e injeções de liquidez nos mercados financeiros).

Mobilidade: entradas em Pequim

Índice de migração



Qual é a avaliação que podemos fazer? Rumo a um otimismo prudente

Quando um economista faz uma análise como esta, o ideal é poder dar uma resposta esclarecedora num sentido inequívoco. No caso da recuperação chinesa, a resposta revela-se complicada devido à grande heterogeneidade em função do setor que analisamos, sendo difícil determinar em que medida as coisas melhoraram.

Para nos ajudar a esclarecer esta questão, analisámos a evolução do nosso indicador de atividade que estima o estado da economia chinesa por intermédio de indicadores diretamente relacionados com a atividade económica do país, como o consumo de eletricidade ou as vendas de carros¹. Os resultados afixam um cenário de otimismo prudente: o índice de atividade caiu apenas 0,3% homólogo em abril, após cair 8,5% no primeiro trimestre (a queda homóloga do PIB foi de 6,8%), uma evolução mais encorajadora do que o esperado (corresponderia a uma recuperação trimestral ligeiramente acima de 8%, bem acima da maior parte das previsões).

Embora tenhamos mais razões para este otimismo prudente do que há um mês, devemos lembrar-nos que existem razões para sermos especialmente prudentes e não triunfalistas. De facto, a incerteza é tão elevada que, pela primeira vez, o Governo chinês não estabeleceu uma meta de crescimento para 2020. Assim, por um lado, o nosso índice de atividade não capta com precisão suficiente a evolução do setor externo e tudo aponta para o facto de que a debilidade da procura mundial se traduzirá num colapso das exportações chinesas no 2T, o que contrariará o maior impulso da procura interna. Em particular, de acordo com os cenários para o comércio asiático da Organização Mundial do Comércio, as exportações chinesas poderão contrair entre 30% e 50% homólogo no primeiro semestre de 2020, o que resultaria num efeito negativo muito importante no crescimento trimestral do PIB no 2T².

Por outro lado, a situação atual é extremamente frágil e instável, de modo que novos surtos poderão obrigar a uma reversão no levantamento das restrições (no final de março os cinemas e teatros reabriram, mas foram encerrados novamente em apenas cinco dias). Por exemplo, um artigo que analisa o consumo de famílias chinesas a partir dos movimentos dos cartões de crédito³ mostra como a incipiente recuperação do consumo no final de março parou praticamente na primeira quinzena de abril devido ao receio de um novo surto após o aparecimento de novos focos locais de SARS-CoV-2.

1. Apresentámos o nosso indicador pela primeira vez no Focus «O crescimento económico da China à lupa: passado, presente e futuro» na IM02/2018.

2. Considerando que as exportações representam 17% do PIB, o efeito negativo seria entre 5 e 13 p.p.

3. Ver Chen, H., Qian, W. e Wen, Q. (2020). «The impact of the COVID-19 pandemic on consumption: Learning from high frequency transaction data». Disponível em SSRN 3568574.

China: índice de atividade versus PIB oficial Variação homóloga (%)



Nota: O crescimento do índice de atividade do 2T é obtido a partir dos dados do mês de abril.
Fonte: BPI Research.

Definitivamente, no último mês, a China acelerou significativamente o seu ritmo de recuperação, razão pela qual não faz sentido fazer leituras dramáticas da situação – e o estímulo fiscal do segundo semestre de 2020 também irá ajudar⁴. No entanto, a debilidade do setor dos serviços (que representa 52% do PIB), a manutenção de medidas de distanciamento e os efeitos duradouros do vírus no consumo e no mercado de trabalho irão continuar pelo tempo necessário até a atividade normalizar plenamente. Sendo assim, é hora de tomarmos algumas doses de otimismo... *ma non troppo*.

4. No âmbito da do Congresso Nacional do Povo, o Executivo anunciou um aumento da meta de défice público para este ano para pelo menos 3,6% do PIB (acima dos 2,8% em 2019). Apesar do aumento não parecer muito relevante, convém não esquecer que o Governo também está a promover, e de forma considerável, a despesa e o investimento em empresas públicas e entidades locais que não estão dentro do âmbito do orçamento do Governo (uma despesa que poderia ser de cerca de 3% do PIB).

O dilema COVID-19: mobilidade e economia

- As diferenças entre os países na severidade e duração das medidas de distanciamento no início do ano refletiram-se nas quedas do PIB no 1T.
- No 2T, o epicentro da pandemia (e do confinamento) mudou-se da China para a Europa e América, o que levará a quedas da atividade sem precedentes nas principais economias avançadas.

A luta para conter a pandemia obrigou a maior parte dos governos a tomar medidas de confinamento para a população. O objetivo era (e ainda é) minimizar o custo humano da COVID-19, impedir a lotação dos hospitais e ganhar tempo para conhecer e combater o vírus. No entanto, as restrições à mobilidade acarretam um custo económico significativo. Num momento em que muitos países estão a começar a levantar paulatinamente as medidas de restrição e com as primeiras estimativas do PIB para o 1T 2020, podemos começar a vislumbrar de que forma as medidas de distanciamento social estão a afetar a economia neste segundo trimestre de 2020.

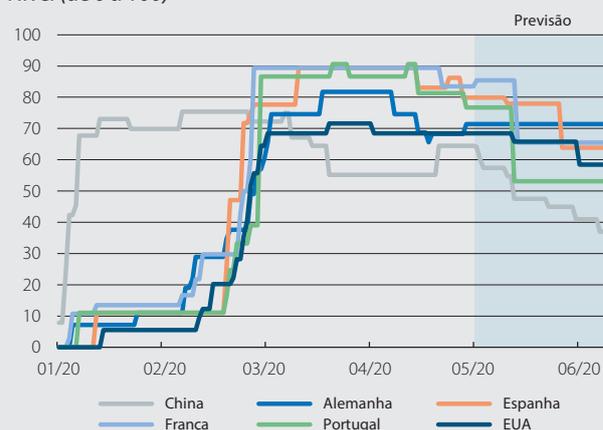
O que o 1T nos ensinou

A China implementou as medidas de contenção em janeiro e manteve-as ativas durante fevereiro e março. Por sua vez, a maior parte dos países europeus e americanos começaram a aplicar restrições à mobilidade no final do 1T, sendo que as mesmas prosseguiram e intensificaram-se durante os meses de abril e maio. Embora no 1T o epicentro da pandemia tenha sido localizado na China, o mesmo mudou-se para a Europa em abril e para o continente americano em maio (ver o primeiro gráfico).

As diferenças entre os países na severidade e duração das medidas de distanciamento social durante os primeiros três meses do ano refletiram-se numa variabilidade significativa nas quedas no PIB sofridas pelas economias no 1T. É possível observar claramente esta relação entre confina-

Grau de severidade do confinamento

Nível (de 0 a 100) *



Nota: * É o índice do Stringency Index elaborado pela Universidade de Oxford, que mede a severidade em diversas políticas de distanciamento social decretadas por vários países. Pode variar de 0 (nenhuma medida) a 100 (severidade máxima em todas as medidas).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government.

mento e atividade económica nos dois gráficos seguintes. Os países com graus de confinamento mais restritivos durante os primeiros meses do ano – e, portanto, com níveis mais baixos de mobilidade para os seus cidadãos – foram também os países que sofreram as maiores quedas na atividade económica. Por exemplo, na China, um país com medidas de contenção severas ao longo de todo o 1T, a contração do PIB situou-se em -9,8% (em cadeia); em Itália e em Espanha, países onde as políticas de confina-

Severidade do confinamento e atividade económica

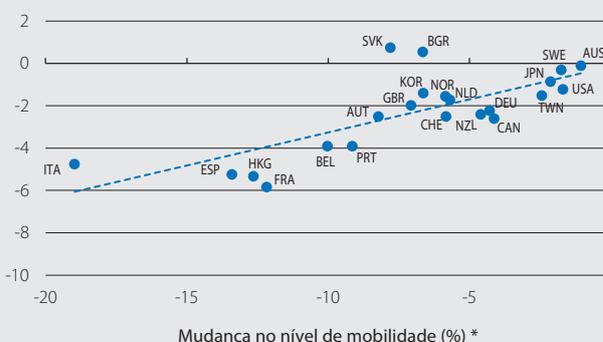
Crescimento em cadeia do PIB no 1T (%)



Nota: * O índice de severidade do confinamento mede a severidade de várias políticas de distanciamento social decretadas por vários países. Pode variar de 0 (nenhuma medida) a 100 (severidade máxima em todas as medidas). É o índice do Stringency Index elaborado pela Universidade de Oxford. Calculámos a média do índice no 1T 2020 (no 4T 2019 era 0 para a maior parte dos países. Na China e em Hong Kong foi positivo, mas ainda muito baixo).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Universidade de Oxford (Stringency Index) e dos vários institutos nacionais de estatística.

Mobilidade e atividade económica

Crescimento em cadeia do PIB no 1T (%)



Nota: * A alteração no nível de mobilidade é baseada nos relatórios de mobilidade da Google, que medem como mudou o número de visitas a locais como supermercados, parques, locais de trabalho, etc. Calculámos o valor final como a média da alteração para todos os locais que a Google fornece durante o 1T 2020.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Google (Mobilidade Local) e dos vários institutos nacionais de estatística.

mento chegaram mais tarde, mas foram restritivas, a queda foi de cerca de -5%; enquanto na Alemanha e nos EUA, países que implementaram medidas de distanciamento menos severas e posteriores, a contração foi de -2,2% e -1,2%, respetivamente¹.

O confinamento, o levantamento das restrições e o impacto económico no 2T

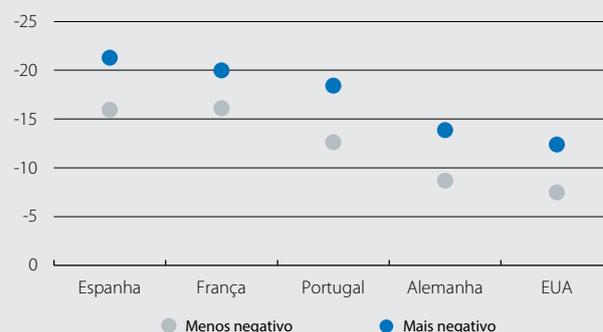
Sem dúvida que a maior incidência das medidas de distanciamento durante o 2T na Europa e nos EUA irá resultar num impacto de dimensão incomparável na economia destas regiões. No entanto, as diferenças tanto no grau de severidade do confinamento como nos planos de levantamento das restrições dos vários países conduzirão novamente a diferenças relevantes na atividade económica. Abordaremos esta situação utilizando a relação estatística entre as duas variáveis.

Primeiro, realizamos uma análise que relaciona o grau de confinamento durante os primeiros três meses do ano, medido com o índice de severidade do confinamento da Universidade de Oxford, com o impacto que ocorreu na atividade económica nas principais economias². A relação que estabelecemos entre confinamento e atividade económica é extrapolada para o 2T, utilizando o nível de severidade das medidas de confinamento impostas em abril e maio e as previstas para junho com base nos planos de desconfinamento anunciados pelos diversos governos.

Tal como mostra o último gráfico, este exercício indica que as quedas da atividade causadas pelas medidas de distanciamento social intensificar-se-ão no 2T nas principais economias avançadas. Este é um resultado lógico, dado que houve um maior número de semanas do segundo trimestre afetadas pelo distanciamento. No entanto, é interessante observar como as dimensões do impacto do confinamento na atividade variam de acordo com cada país. Em particular, em Espanha e em França, a severidade do confinamento sugere uma queda na atividade de cerca de 20% em cadeia, devido ao facto de que as medidas de distanciamento social estão a ser mais severas do que na maior parte das economias mais avançadas e que a evolução ao nível do levantamento das medidas de restrição

Impacto das medidas de distanciamento social na atividade no 2T

Contribuição para o crescimento em cadeia 2T (p. p.)



Nota: Estimativas obtidas a partir do resultado da regressão detalhada na nota 2 do texto e do plano de desconfinamento anunciado por cada país. Os cenários mais e menos negativos são obtidos a partir do intervalo de confiança de 95% da estimativa.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Universidade de Oxford e da Refinitiv.

está a ser mais gradual. Portugal estaria num nível intermédio, com uma queda ainda substancial, mas ligeiramente menor (da ordem de 15%). Finalmente, estima-se um menor impacto económico na Alemanha e nos EUA (cerca de 10%), devido às medidas menos restritivas e menos generalizadas.

Os índices que captam a dureza das medidas de distanciamento social adotadas para impedir a propagação da COVID-19 dão-nos uma noção de até que ponto as quedas na atividade económica no 2T podem ser intensas nos principais países avançados. No entanto, a incerteza em torno dos dados de atividade de que dispomos e a dificuldade em estimar movimentos económicos repentinos e profundos obrigam-nos a analisar os resultados obtidos com cautela. Além disso, a queda que realmente se materializar irá depender de muitos outros fatores, como por exemplo o sucesso com o qual as várias economias expandiram o teletrabalho ou a dimensão das respostas da política económica para atenuar o impacto do *choque*.

1. Trata-se da primeira estimativa do PIB do 1T. Um valor que, devido à natureza excepcional da pandemia, estará certamente sujeito a revisões maiores do que o habitual.

2. Mais pormenorizadamente, estimamos a seguinte equação:

$$\text{Crescimento PIB}_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 \Delta \text{Índice Rigorosidade Confinamento}_{i,t} + \delta_1 + \delta_t + \varepsilon_{i,t}$$

$$\delta_1 + \delta_t$$
 são efeitos fixos por país e mês, respetivamente, e Δ representa a mudança ao longo do tempo. Para realizar esta estimativa, são utilizados dados do painel de 11 países para os meses de janeiro, fevereiro e março. Observe que utilizamos o crescimento mensal do PIB, calculado a partir do crescimento em cadeia do 1T e de indicadores de atividade para o mesmo trimestre. Os efeitos fixos podem estar já a controlar através de elementos como o potencial de adoção do teletrabalho em vários países. Para uma análise detalhada da relação entre atividade económica e teletrabalho no contexto da COVID-19, consulte o Focus «A COVID-19 impulsiona o teletrabalho» nesta edição da *Informação Mensal*.

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

ESTADOS UNIDOS

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Atividade									
PIB real	2,9	2,3	2,3	2,1	2,3	0,3	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,7	4,0	3,9	4,3	4,0	3,0	4,4	0,8	–16,0
Confiança do consumidor (valor)	130,1	128,3	128,3	132,1	127,0	127,3	132,6	118,8	85,7
Produção industrial	3,9	0,9	1,2	0,2	–0,7	–2,0	–0,3	–4,9	–15,0
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	58,9	51,2	52,4	49,4	48,1	50,0	50,1	49,1	41,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.248	1.295	1.257	1.288	1.433	1.487	1.567	1.276	891
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	211	217	216	217	219	222	222	223	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,8	3,5	4,4	14,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,4	60,8	60,6	60,9	61,0	60,8	61,1	60,0	51,3
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,4	–2,9	–3,1	–3,1	–2,9	–2,7	–2,8	–2,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	2,3	1,5	0,3
Taxa de inflação subjacente	2,1	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	2,4	2,1	1,4

JAPÃO

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Atividade									
PIB real	0,3	0,7	0,9	1,8	–0,7	–2,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	43,6	38,9	39,4	37,1	38,1	36,0	38,3	30,9	21,6
Produção industrial	1,0	–2,7	–1,5	–1,9	–6,7	–4,3	–3,7	–6,8	–15,2
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	20,8	6,0	7,0	5,0	0,0	–8,0	–8,0	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,1	–0,3	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,2	–0,5
Preços									
Taxa de inflação geral	1,0	0,5	0,8	0,3	0,5	0,5	0,5	0,4	0,1
Taxa de inflação subjacente	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,2

CHINA

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Atividade									
PIB real	6,7	6,1	6,2	6,0	6,0	–6,8	–	–	–
Vendas a retalho	9,0	9,0	8,5	7,6	7,7	–18,2	–20,5	–15,8	–7,5
Produção industrial	6,2	5,7	5,6	5,0	5,9	–7,3	–13,5	–1,1	3,9
PMI indústrias (oficial)	50,9	49,7	49,6	49,7	49,9	45,9	35,7	52,0	50,8
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	352	421	393	427	421	361	373	361	394
Exportações	9,9	0,5	–1,0	–0,3	1,9	–13,4	116,1	–6,6	3,5
Importações	15,8	–2,7	–3,6	–6,2	3,4	–2,9	126,4	–0,9	–14,2
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,9	2,6	2,9	4,3	5,0	5,2	4,3	3,3
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,9	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1

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 Thomson Reuters Datastream.

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,6	2,3	2,1	2,7	2,0	-1,5	2,5	-9,2	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	0,8	-1,3	-1,3	-1,6	-2,1	-5,7	-2,2	-12,9	...
Confiança do consumidor	-4,9	-7,1	-7,0	-6,8	-7,6	-8,8	-6,6	-11,6	-22,0
Sentimento económico	111,5	103,1	103,8	102,0	100,6	100,1	103,4	94,2	64,9
PMI indústrias	55,0	47,4	47,7	46,4	46,4	47,2	49,2	44,5	33,4
PMI serviços	54,5	52,7	53,1	52,8	52,3	43,8	52,6	26,4	12,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	1,2	1,3	1,1	1,1	...	...	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,2	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,2	7,1	7,3
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,4	3,4	3,5	3,5
França (% pop. ativa)	9,0	8,5	8,5	8,5	8,2	7,7	7,6	7,6	8,7
Itália (% pop. ativa)	10,6	9,9	10,0	9,7	9,5	8,8	9,1	8,0	6,3
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	1,9	1,2	1,2	1,3	1,0	-3,2	-3,2	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	1,6	0,6	0,3	0,7	0,4	-2,3	-2,3	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,8	1,5	1,8	1,6	0,9	-5,0	-5,0	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	-5,4	-5,4	-	-

Preços

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Inflação geral	1,8	1,2	1,4	1,0	1,0	1,1	1,2	0,8	0,3
Inflação subjacente	1,0	1,0	1,1	0,9	1,2	1,1	1,2	1,0	0,9

Setor externo

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Balança corrente	3,2	2,8	2,6	2,8	2,8	3,0	2,9	3,0	...
Alemanha	7,4	7,1	6,7	6,9	7,1	7,1	7,3	7,1	...
França	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6	-0,6	...
Itália	2,5	3,0	2,6	2,6	3,0	3,3	3,1	3,3	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	98,9	97,3	97,3	97,7	96,9	...	...	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,9	3,8	4,0	3,9	3,5	3,9	3,0	5,5	6,6
Crédito às famílias ^{2,3}	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,4	3,0
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	7,9	8,0	7,6	8,6	8,8	9,3	8,6	10,9	12,5
Outros depósitos a curto prazo	-1,5	0,3	0,4	0,7	0,3	-0,2	-0,4	0,0	-0,3
Instrumentos negociáveis	-4,2	-1,9	-3,0	0,1	-3,3	3,9	2,5	10,1	6,7
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	...

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.

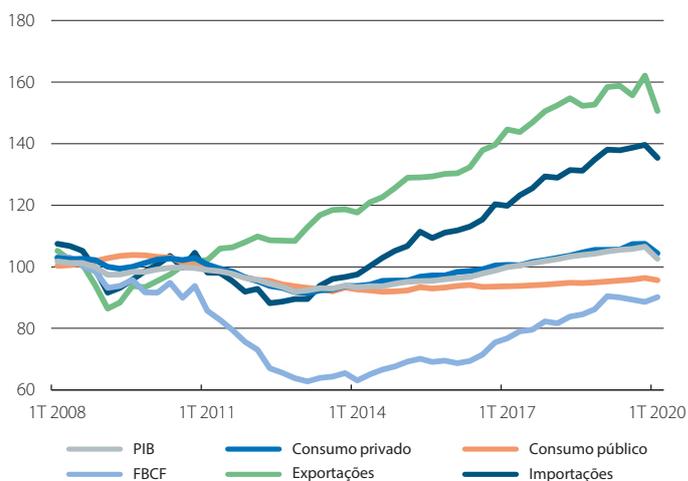
A COVID-19 penaliza fortemente a atividade, mas aparecem sinais paulatinos de recuperação económica

Forte impacto da COVID-19 no primeiro trimestre do ano. O PIB contraiu 2,3% homólogo (-3,8% em cadeia) no 1T devido às medidas de distanciamento social, o que representa uma contração trimestral superior às ocorridas durante a crise financeira. O impacto negativo na atividade foi especialmente forte nos últimos dias de março, quando foi instaurado o estado de emergência em Portugal e as medidas de confinamento foram máximas. Assim, dos agregados do 1T, podemos inferir que a queda na atividade foi de cerca de 25% nessas semanas. No detalhe por componentes do conjunto do trimestre, é possível observar um forte impacto na procura interna e externa. Especificamente, o consumo das famílias caiu 1,0% homólogo (-3,0% em cadeia) e o investimento (formação bruta de capital) 2,5% (a formação bruta de capital fixo contraiu 0,3 % homólogo), enquanto o consumo público aumentou 0,5%. No seu conjunto, a procura interna subtraiu 1,1 p. p. ao crescimento homólogo do PIB e -2,0 p. p. ao crescimento em cadeia. Por sua vez, a procura externa também caiu acentuadamente, registrando uma contração das exportações de bens e serviços (7,1% em cadeia e 4,9% homólogo) superior à registada pelas importações (3,1% em cadeia e 2,0% homólogo).

São esperadas quedas mais acentuadas no 2T 2020, apesar da recuperação incipiente em maio. Os indicadores mais recentes mostram uma forte retração da atividade em abril, causada pelo prolongamento do confinamento durante o mês inteiro razão pela qual, no segundo trimestre, haverá mais semanas afetadas pelas restrições de mobilidade do que no 1T. Especificamente, os indicadores coincidentes do Banco de Portugal para a atividade agregada e para o consumo (fortemente correlacionados com o PIB e com o consumo) caíram para -1,7% e -2,7% em abril, respetivamente, acentuando as descidas de -0,9% e -1,5% já registadas em março. Indicadores como consumo de eletricidade e combustível também são indicativos do nível de paralisação da atividade em abril. Assim, o consumo de eletricidade nos dias úteis caiu 13,8%, o de gásóleo, 46,9% e o de gasolina, 58,4%. Os dados respeitantes aos pagamentos com cartão de débito e crédito refletem também uma desaceleração do consumo ao registarem uma queda de cerca de 38% em abril. No respeitante a maio, os indicadores disponíveis ainda são limitados mas sugerem uma ligeira melhoria na atividade económica (por exemplo, vendas de carros ou indicadores de mobilidade). No mesmo sentido, o índice de compras com cartão de crédito e débito recuperou para 75 pontos (59 no final de abril e mínimo de 44 no final de março). No entanto, o consumo de eletricidade continua a apresentar uma fraca recuperação, uma vez que o consumo médio diário nos primeiros 20 dias de desconfinamento foi 1,8% inferior aos 20 dias anteriores, apesar da percentagem de empresas em

Portugal: componentes do PIB

Índice (100 = 1T 2007)



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

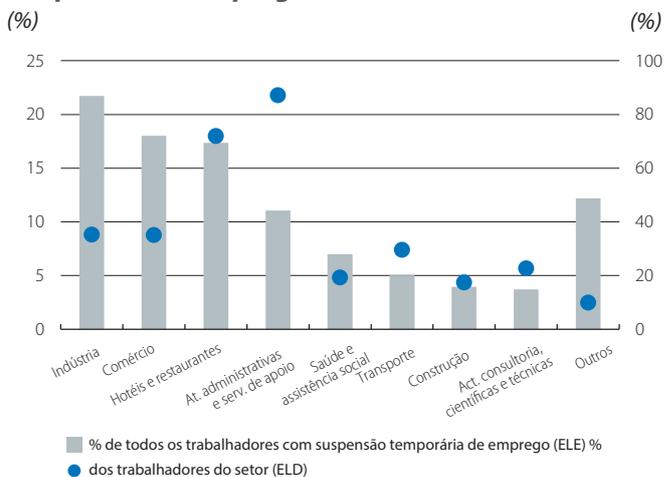
Portugal: pagamentos com cartões de crédito e débito

Índice (100 = de 1 de janeiro a 1 de março)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Governo e estimativas próprias.

Portugal: trabalhadores com suspensão temporária de emprego*



Nota: *Dados acumulados até 21 de maio.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE e do GEP.

funcionamento ter aumentado para 90% em comparação com 84% na segunda quinzena de abril.

A contração da economia refletir-se-á no mercado de trabalho. Os primeiros sinais do impacto da COVID-19 no mercado de trabalho já se fizeram notar no final do 1T: descida do emprego de 0,3% homólogo (a primeira desde o 3T de 2013), tendo sido registado um aumento significativo da população inativa (devido à reclassificação de desempregados como inativos graças à incapacidade de procurarem ativamente trabalho devido às restrições impostas pela pandemia). Contudo, os dados mais recentes confirmam que o impacto será maior no 2T. Assim, o número de beneficiários de subsídios de desemprego aumentou mais de 17% homólogo em abril, alcançando as 197.949 pessoas. Ao mesmo tempo, o número de desempregados registados nos centros de emprego aumentou 30,1% homólogo em maio (dados mais recentes referentes a 26 de maio), enquanto os despedimentos coletivos afetaram mais de 2.500 pessoas (pouco menos de 1% da população desempregada) desde a declaração do estado de emergência. Finalmente, em 27 de maio, 1.332.114 pessoas estavam em situação de suspensão temporária do emprego, um fenómeno que afeta principalmente trabalhadores do setor industrial, do comércio, do alojamento e da restauração (representando mais de 57% dos trabalhadores com suspensão temporária de emprego).

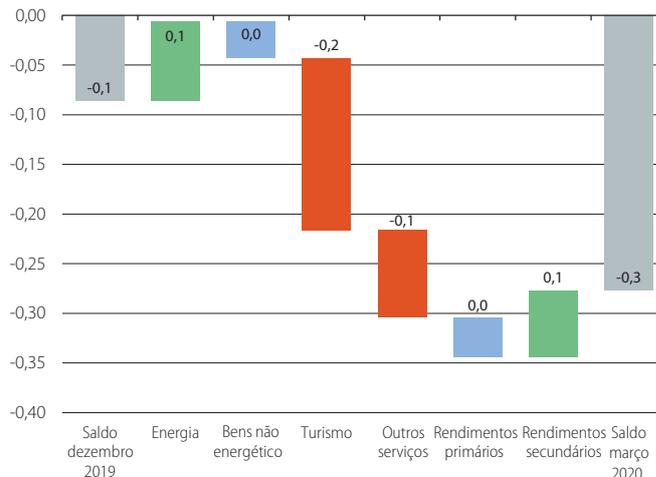
Deterioração da balança corrente no 1T. A balança corrente piorou em 595 milhões de euros nos últimos 12 meses, situando-se em -0,3% do PIB em março, uma queda de 2 décimas em relação a dezembro de 2019. Esta evolução negativa deve-se, em grande parte, à redução da balança turística e à descida das receitas do setor em março. Com esta deterioração, a capacidade de financiamento da economia em relação ao exterior diminuiu para +0,7% do PIB.

Interrupção quase total da atividade turística em abril. O mês de abril registou apenas 68.000 hóspedes em estabelecimentos de alojamento turístico, representando uma queda anual de 97,1% (-62,3% em março). No contexto do estado de emergência, 80,6% dos estabelecimentos de alojamento turístico encerraram ou não registaram qualquer movimento em termos de hóspedes. Além disso, 74,4% dos estabelecimentos notificaram cancelamentos de reservas para junho, 63,6% para julho e 57,5% para agosto.

O saldo orçamental piorou devido ao impacto da pandemia. Em abril, o saldo situou-se em -2,5% do PIB (acumulado no ano), representando uma deterioração face aos -1,9% no mesmo período de 2019. O impacto da COVID-19 nas contas públicas foi especialmente visível no adiamento de receitas (320 milhões de euros) e no aumento significativo de algumas despesas, como é o caso das transferências correntes e a aquisição de bens e serviços. No geral estima-se que foram já executadas despesas relacionadas com a COVID-19 num total de 345 milhões de euros até abril (0,2% do PIB). Nos próximos meses, o impacto das despesas relacionadas com medidas de apoio à economia tornar-se-á mais visível à medida que as ajudas forem implementadas e, possivelmente, ampliadas.

Portugal: balança corrente

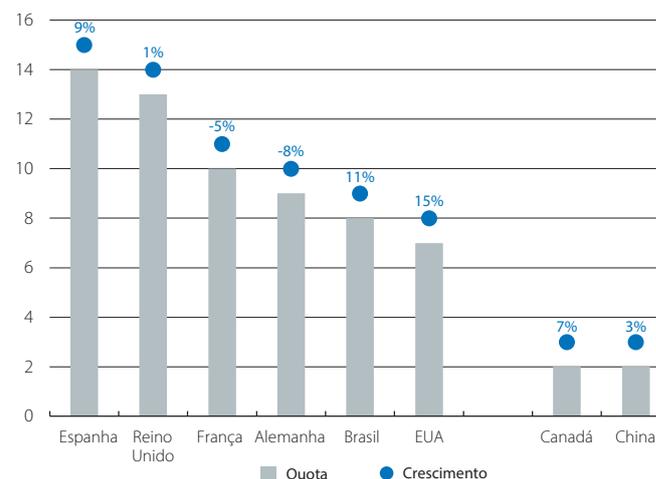
Contribuição (p. p. do PIB)



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

Portugal: turismo não residente

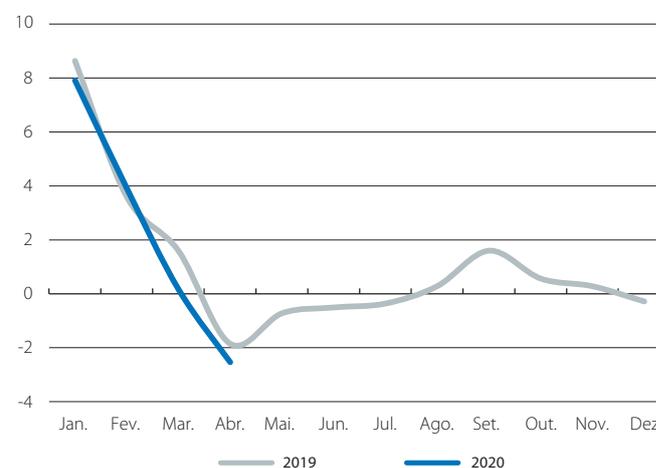
Quota e crescimento nos últimos 12 meses até março de 2020 (%)



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

Portugal: saldo orçamental das Administrações Públicas*

(% do PIB)



Nota: *Dados das contas públicas.

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

Coronavírus e o turismo, dois grandes inimigos

- O início da situação pandémica em março provocou uma quebra abrupta na atividade turística.
- As estimativas sugerem que a atividade turística permanecerá reduzida durante o ano de 2020, tendo um impacto negativo e significativo no crescimento, devido à relevância do setor para a economia portuguesa.

O turismo será, inevitavelmente, um dos setores mais afetados pela pandemia do novo coronavírus, à medida que a rápida propagação da doença à escala mundial obriga à adoção de medidas extraordinárias de contenção por parte dos governos a nível global. Estas medidas, que envolveram a ativação do estado de emergência em vários países, incluindo Portugal, impuseram uma situação de confinamento social e restrições à mobilidade sem precedentes. A quase paralisação da mobilidade a nível nacional e internacional e a restrição dos hábitos de turismo, imposta pela necessidade de precaução até à existência de tratamento, irá originar quedas históricas nas receitas turísticas e terá um impacto profundo no setor. Neste artigo, vamos analisar o impacto da pandemia no turismo e o que esta situação significa para o setor durante o ano de 2020, contrastando com as previsões anteriores ao evento pandémico.

O primeiro caso de coronavírus em Portugal foi identificado a 2 de março de 2020 e duas semanas depois foi decretado o estado de emergência. O início da situação pandémica em março provocou uma quebra abrupta na atividade turística, com o número de hóspedes em estabelecimentos de alojamento turístico¹ a reduzir-se para metade do registo do mesmo mês do ano anterior: o número de hóspedes nacionais e estrangeiros registaram uma queda homóloga de 51% e 48%, respetivamente. Já os meses de abril e maio deverão ser caracterizados por uma paralisação quase total do setor. Em particular, estima-se que, nestes dois meses, a chegada de passageiros em voos turísticos se reduza em cerca de 93%². Além disso, 80% dos estabelecimentos de alojamento turístico registaram cancelamento de reservas entre março e agosto, assinalando já no mês de março uma queda homóloga de 60% nos seus proveitos.

A importância do turismo para a economia portuguesa torna relevante analisar o impacto da emergência sanitária na atividade turística e quais as consequências da pandemia para o futuro do setor.

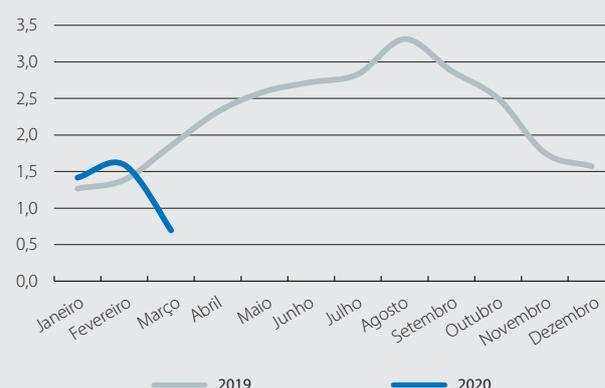
Em 2019, o turismo não residente gerou 18.431 milhões de euros em receitas, correspondendo a 8,7% do PIB, mas o mês de março de 2020 registou já uma redução homóloga das receitas de turismo internacional de 43%, significando que no conjunto do primeiro trimestre deste ano as exportações de turismo caíram 11%. À medida que as medidas de contenção começam a ser reduzidas, continuará a existir limitação à mobilidade internacional, permitindo-nos concluir que o turismo não residente recuperará lentamente. Desta forma, num cenário em que as exportações de turismo apresentem quebras homólogas em torno de 95% no segundo trimestre (pico da pandemia), 75% no terceiro trimestre e 50% no quarto trimestre, resulta uma quebra anual em torno dos 65%. Isto significaria que só o

1. Inclui alojamento local.

2. Variação homóloga estimada pelo Turismo de Portugal.

Portugal: hóspedes em estabelecimentos de alojamento turístico

(Hóspedes em milhões)



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

turismo não residente seria responsável por uma queda de 13% nas exportações totais e de 6% do PIB em 2020.

No entanto, a importância do setor turístico na economia vai para além do turismo não residente. Em 2019, o setor representou 15% do PIB³ e 10% do emprego. Com base na evolução dos proveitos do setor, é possível estimar uma taxa de atividade turística em torno de 80% durante o primeiro trimestre. Já no segundo trimestre no pico da pandemia, a taxa de atividade do setor deverá reduzir-se para valores em torno de 10%. Num cenário em que a taxa de atividade aumenta para 40% no terceiro trimestre e 60% no quarto trimestre, é possível projetar uma redução da atividade turística em torno de 60% em 2020, implicando que só o setor do turismo seria responsável por uma queda de 9% do PIB este ano (ver gráfico).

O impacto irá depender da retoma da mobilidade internacional no terceiro trimestre do ano, período que corresponde a 40% das receitas turísticas anuais. As previsões para o turismo europeu e mundial indicam um declínio da atividade turística em torno de 40% em 2020⁴, com o início da recuperação projetado para 2021. Apesar de se esperar uma recuperação já no próximo ano, os níveis pré-crise de atividade turística deverão demorar alguns anos a ser alcançados. A crise da COVID-19 terá um impacto sem precedentes na atividade, originando um elevado nível de incerteza quanto aos hábitos de vida e padrões de consumo. Desta forma, as consequências reais do «novo normal» irão depender da evolução da doença e da duração dos protocolos e práticas de distanciamento físico, assim como das restrições à mobilidade internacional.

3. Peso do consumo turístico no PIB.

4. Fonte: European Travel Commission.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Índice coincidente para a atividade	2,7	1,8	2,1	1,6	1,1	-0,2	-0,9	-1,7	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,1	-2,4	-2,2	-4,1	0,5	-1,3	-7,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-3,3	-3,7	-4,3	-4,6	-6,1	-15,9	-26,8
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	19,1	7,9	16,6	13,6	7,9	2,3	2,3	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	-6,6	-0,2	6,1	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	8,6	10,4	10,2	11,0	11,1	11,2	10,3	9,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,1	5,3	6,0	7,1	2,8	2,8	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	14,2	11,5	10,6	5,8	2,7	-18,2	-39,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,4	5,7	4,3	3,7	3,0	-4,7	-22,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,5	2,6	2,7	3,0	2,3	-0,3	-1,5	-2,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-8,9	-7,6	-7,1	-8,6	-9,9	-21,0	-29,1
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,0	0,9	0,9	0,5	-0,3	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,3	6,1	6,7	6,7	...	...	...
PIB	2,6	2,2	2,1	1,9	2,2	-2,3	...	...	...

Preços

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Inflação global	1,0	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,0	-0,2	-0,7
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	-0,2	-0,4

Setor externo

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,2	3,5	3,3	2,1	3,5	1,5	1,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,3	6,4	8,3	7,8	6,4	2,6	2,6	...	...
Saldo corrente	0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,6	...	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,5	0,2	0,8	0,4	0,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	1,9	1,7	1,4	1,9	1,5	1,5	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	3,8	5,0	4,5	5,3	5,2	5,7	6,4	...	...
À vista e poupança	14,3	14,4	13,3	15,1	14,9	16,5	17,6	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	-2,4	-2,3	-2,5	-2,8	-3,4	-3,2	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-1,9	-13,6	-11,9	-17,1	-13,7	-7,6	-9,3	...	...
TOTAL	3,5	4,0	3,6	4,1	4,2	5,1	5,7	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	-1,2	-1,3	-0,7	-0,6	-0,2	0,1	...	...
Empresas não financeiras	-4,0	-4,2	-4,1	-3,3	-3,3	-3,5	-2,6	...	...
Famílias - habitações	-0,8	-0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	0,2	...	...
Famílias - outros fins	4,2	4,1	2,7	4,2	6,3	8,5	7,8	...	...
Administrações Públicas	2,4	-8,5	-8,2	-6,4	-7,1	-5,0	-4,9	...	...
TOTAL	-1,4	-1,5	-1,6	-1,0	-0,9	-0,4	-0,1	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	9,4	6,1	8,3	7,7	6,1	...	...	...	...

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

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

A atividade começa a reativar gradualmente com o desconfinamento

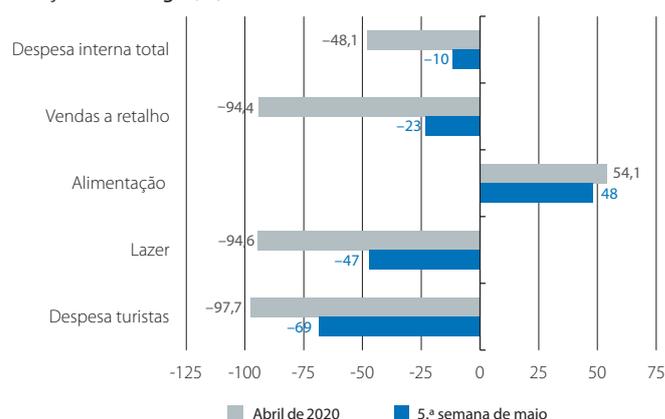
A COVID-19 causará uma nova queda sem precedentes no PIB do 2T. Após uma queda de 5,2% em cadeia (-4,1% homólogo) no primeiro trimestre do ano (a maior queda em cadeia desde o início da série histórica do INE em 1995), tudo aponta para o facto de que a atividade do 2T sofra uma descida claramente superior dado que houve mais semanas afetadas pelas restrições associadas ao estado de emergência. No entanto, em maio, as fases iniciais do desconfinamento provocaram uma reativação progressiva da atividade. De acordo com dados internos do grupo CaixaBank, as despesas com cartões espanhóis recuperaram gradualmente ao longo do último mês e, enquanto na terceira semana do mês, a despesa caiu 28% em comparação com a mesma semana do ano passado, na última semana de maio este número tinha melhorado para -10% (em abril, mês em que as medidas de contenção foram muito mais restritivas, a queda média para o conjunto do mês foi de cerca de -50%). Para os próximos meses, a incerteza em torno do cenário de previsão permanece excecionalmente elevada, mas tudo indica que a queda da atividade no conjunto de 2020 acabará por ultrapassar claramente os 10%.

Queda acentuada da atividade em abril. Assim evidenciam vários indicadores, como as vendas a retalho, que caíram 32% homólogo em abril, um registo 17,4 pontos inferior ao de março e que representa a maior queda desde o início da série histórica (janeiro de 2000). Por sua vez, o INE espanhol informou que um número elevado de empresas estavam encerradas ao público (cerca de 46%), embora, em contrapartida, as vendas das empresas cuja atividade principal é o comércio por correspondência ou pela Internet aumentaram 53% homólogo. Por seu turno, os indicadores de sentimento económico também refletiram a queda da atividade. Especificamente, o índice PMI para o setor industrial caiu para níveis que não eram observados desde 2008 (30,8 pontos em abril), enquanto o indicador homólogo do setor dos serviços alcançou um valor mínimo histórico de 7,1 pontos. Finalmente, a produção industrial caiu 12,2% em termos homólogos em março, uma descida que não era registada desde setembro de 2009.

O desconfinamento amortece parcialmente o impacto da COVID-19 no mercado de trabalho. Enquanto em abril o número de inscritos na Segurança Social registou uma queda recorde (-691.054 trabalhadores em termos ajustados de sazonalidade, a maior perda desde o início da série em 2001), entre 30 de abril e 29 de maio o número de inscritos aumentou em 188.000 pessoas, ficando-se pelos 18,6 milhões de pessoas. Desta forma, a redução do número de inscritos desde 12 de março estabilizou em 760.000 pessoas. Por sua vez, e após um aumento do desemprego registado em abril de 282.891 pessoas, em maio o número de desempregados aumentou ligeiramente (+27.000 pessoas), situando-se nos 3,86 milhões. Da mesma forma, os trabalhadores afetados pelos ERTE, que continuam inscritos na S.S. e não são contabilizados como desempregados, situam-se em 3 milhões de pessoas. Neste sentido, convém destacar que o Governo aprovou a extensão dos ERTE

Espanha: evolução da despesa com cartões

Variação homóloga (%)



Nota: «Despesa interna total» exclui os levantamentos de dinheiro. A «Alimentação» inclui a despesa interna em supermercados, grandes superfícies de alimentação e em farmácias. O «Lazer» inclui a despesa interna em restauração, transporte, lazer e alojamentos.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: indicadores de atividade

Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Série ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério do Emprego e Segurança Social espanhol.

por força maior até 30 de junho, tendo aberto a possibilidade de os prolongar se as restrições à atividade persistirem.

A dívida das Administrações Públicas atingiu 1,22 biliões de euros em março de 2020, representando um aumento de 22.500 milhões no último mês (+2,3% homólogo). Assim, o nível da dívida pública em termos de percentagem do PIB foi de 99,0% no 1T 2020, +3,5 p.p. em comparação com o final de 2019. Esta tendência ascendente será maior em 2020 devido ao impacto da COVID-19 na economia. No que toca às medidas mais recentes aprovadas pelo Governo, destaque para a criação de um subsídio de rendimento mínimo vital (IMV) com o objetivo de redistribuir rendimentos para eliminar a pobreza extrema. O subsídio estará associado a incentivos de participação no trabalho e de inclusão social e complementará os rendimentos existentes do agregado familiar até um limite de rendimento garantido que depende da sua composição, variando de um mínimo de 5.533 euros anuais para uma família monoparental, até um máximo de 12.184 euros. O governo estima que cerca de 850.000 famílias (2,3 milhões de pessoas) possam beneficiar desta medida.

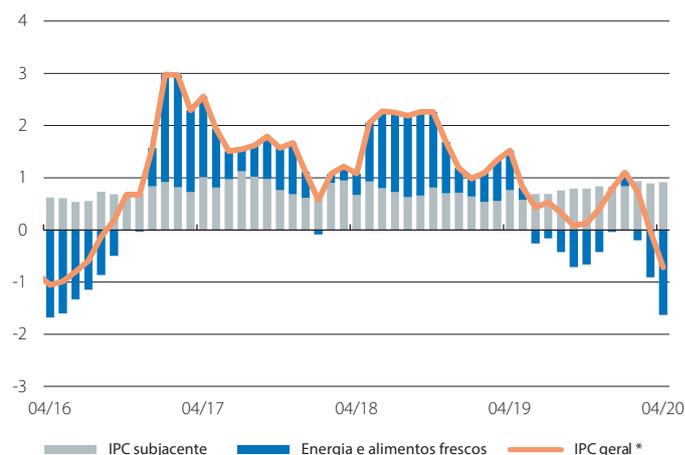
A taxa de inflação caiu 3 décimas em maio devido à queda do preço do petróleo. Faltando ainda por saber o detalhe por componentes, a taxa de inflação geral situou-se em -1,0% homólogo, acumulando uma descida de 1,7 p.p. desde fevereiro, o mês anterior ao confinamento. Esta queda é explicada pela descida dos preços dos combustíveis, que em abril acumulavam já uma queda de 16,2% homólogo, devido ao preço do petróleo em euros cuja média desde março é 50% inferior ao nível médio de 2019. Assim, a descida dos preços da eletricidade está a compensar o aumento dos preços dos alimentos não transformados desde o início do confinamento. Por sua vez, a taxa de inflação subjacente manteve-se estável nos últimos meses (1,1% em abril), embora seja de esperar que a inflação de muitos serviços evolua debilmente ao longo de 2020.

O setor externo compensa as perdas do turismo com o baixo preço do petróleo. A balança corrente foi de +2,1% do PIB em março de 2020 (acumulado de 12 meses), o que representa uma melhoria de +0,4 p.p. do PIB face ao registo de março de 2019. Na balança dos serviços, a paralisação do turismo (as exportações em março caíram 63,3% homólogo e as importações 44,2%) fizeram com que o setor subtraísse 0,3 p.p. do PIB à balança corrente no acumulado de 12 meses. Este dado foi compensado pelo menor défice da energia, que contribuiu com +0,4 p.p. Da mesma forma, os bens não energéticos contribuíram para uma melhoria da balança em 0,2 p.p., embora este dado reflita tanto uma queda das exportações como das importações, enquanto os serviços e as receitas não turísticas contribuíram com +0,1 p.p.

Queda do preço da habitação. O preço da avaliação caiu 0,8% em cadeia no 1T 2020 (+0,9% no 4T 2019). Em termos homólogos, a taxa ainda se situou em terreno positivo (+0,3%), embora bem abaixo do trimestre anterior (+2,1%). O mercado imobiliário foi severamente afetado pela crise do coronavírus, tanto pelo lado da procura (queda de 19% homólogo nas compras e vendas em março) como pelo lado da oferta (tal como evidência a queda abrupta do consumo de cimento em março, 28% homólogo). Em suma, a situação na qual o setor se encontrava antes do impacto da pandemia era muito mais favorável do que na recessão anterior, o que oferece alguma confiança na sua capacidade de recuperação.

Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento (p. p.)

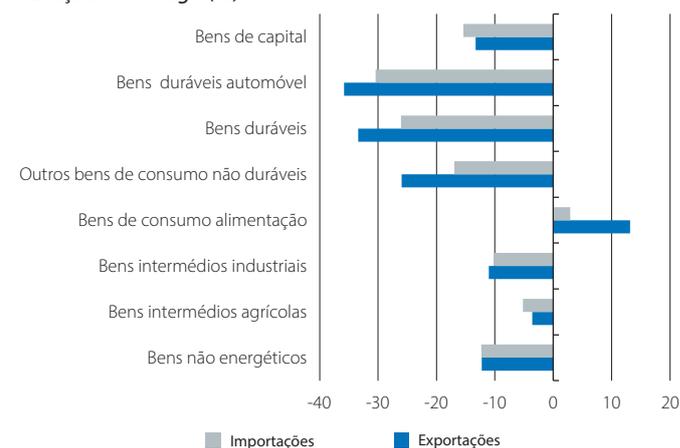


Nota: * Variação homóloga.

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

Espanha: comércio de bens não energéticos em março

Variação homóloga (%)



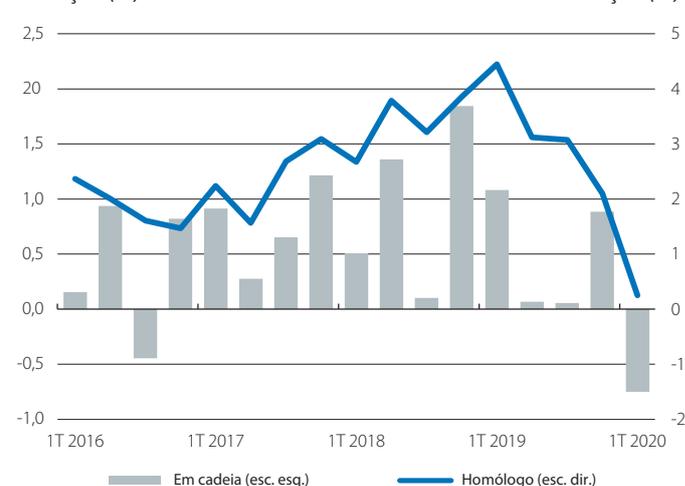
Nota: Variação homóloga (%).

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

Espanha: preço da habitação (avaliação)

Variação (%)

Variação (%)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Indústria									
Índice de produção industrial	0,3	0,7	1,4	0,8	0,5	-5,5	-12,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-4,6	-2,0	-5,2	-5,4	-7,0	-30,7	-29,5
PMI das indústrias (valor)	53,3	49,1	49,9	48,2	47,2	48,2	45,7	30,8	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	25,7	17,2	21,9	13,0	8,0	-0,1	-3,2	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,3	5,7	1,5	-2,6	-4,4	-5,9	...	...
Preço da habitação	6,7	5,1	5,3	4,7	3,6	...	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,0	1,5	1,5	2,1	1,4	-0,8	-4,1	-13,0	...
PMI dos serviços (valor)	54,8	53,9	53,2	53,5	53,6	42,5	23,0	7,1	...
Consumo									
Vendas a retalho	0,7	2,3	2,2	3,3	2,3	-3,6	-14,2	-31,6	...
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	-4,4	-7,9	5,1	-27,6	-69,3	-96,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-4,0	-5,8	-10,5	-10,3	-11,6	-29,2	-28,8
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,7	2,3	2,4	1,8	2,1	1,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,3	14,1	14,0	13,9	13,8	14,4	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,1	2,6	2,8	2,5	2,2	1,2	-0,2	-4,0	...
PIB	2,4	2,0	2,0	1,9	1,8	-4,1	-	-	-

Preços

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Inflação global	1,7	0,7	0,9	0,3	0,4	0,6	0,0	-0,7	-1,9
Inflação subjacente	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	...

Setor externo

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,9	1,8	2,3	1,7	1,8	1,0	1,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,6	1,0	3,9	3,0	1,0	-1,0	-1,0	...	...
Saldo corrente	23,3	24,9	21,4	22,2	24,9	25,4	25,4	...	...
Bens e serviços	32,6	35,2	32,1	32,5	35,2	35,5	35,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,3	-10,3	-10,7	-10,2	-10,3	-10,0	-10,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	29,1	29,0	27,6	28,0	29,0	29,4	29,4	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,2	5,4	5,8	5,4	5,4	4,4	4,3	...	...
À vista e poupança	10,9	10,7	10,9	10,3	10,3	8,9	9,0	...	...
A prazo e com pré-aviso	-19,9	-13,4	-12,8	-13,2	-13,9	-16,4	-17,2	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,4	8,8	15,7	3,7	-2,1	-6,2	-9,2	...	...
TOTAL	3,9	5,6	6,3	5,3	4,8	3,8	3,5	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,4	-1,5	-1,1	-1,1	-1,5	-1,0	-0,6	0,8	...
Empresas não financeiras	-5,5	-3,4	-3,0	-2,3	-3,0	-1,7	-0,1	4,1	...
Famílias - habitações	-1,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,9	-2,0	...
Famílias - outros fins	2,8	3,2	4,4	3,4	2,2	2,5	1,9	0,5	...
Administrações Públicas	-10,6	-6,0	-7,2	-5,4	-1,2	1,7	1,5	2,0	...
TOTAL	-2,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,5	-0,9	-0,5	0,9	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	5,8	4,8	5,4	5,1	4,8	4,8	4,8	...	...

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

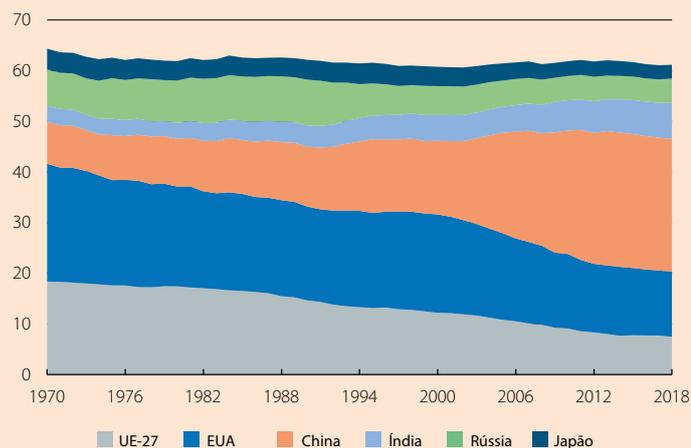
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e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

Como se posiciona a UE no combate às alterações climáticas?

O aparecimento da pandemia COVID-19 alterou de forma considerável a nossa rotina e abalou a nossa economia de uma forma inimaginável. É possível que apareçam novas formas de produzir e comercializar, e que o teletrabalho se estenda, alterações que podem ajudar a acelerar a transição económica para um sistema mais sustentável e amigo do ambiente. Estas mudanças, que não deixam de ser resultado de uma situação que preferíamos não ter que viver devido ao enorme impacto negativo, podem ter consequências ambientais positivas (a curto prazo, por exemplo, vimos uma queda das emissões de gases com efeito de estufa durante o período de confinamento)¹, mas a verdade é que a transição verde só será bem-sucedida se realmente tomarmos

Emissões de gases com efeito de estufa, por país

(% das emissões mundiais de GEE)



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

conhecimento de que é um desafio coletivo que exigirá medidas decisivas por parte de reguladores, empresas e famílias.

Uma pandemia e as alterações climáticas têm coisas em comum a magnitude do seu impacto, tanto em termos económicos como humanitários. Desta forma, e apesar de os nossos esforços estarem atualmente focados no combate aos efeitos da COVID-19, não podemos esquecer que as alterações climáticas serão um dos principais desafios que, mais cedo ou mais tarde, teremos que enfrentar no século XXI. De facto, as políticas verdes também nos podem ajudar a sair mais reforçados da crise atual. Essa também é a opinião da Comissão Europeia, que pretende dar um peso significativo às políticas ambientais no seu Plano de Recuperação contra a COVID-19.

Esta trajetória de aumento das emissões coloca-nos um desafio sem precedentes: por cada ano que as emissões de GEE aumentam, as reduções posteriores têm de ser mais exigentes se quisermos alcançar o Acordo de Paris² e minimizar assim a ocorrência de fenómenos climáticos extremos, com um custo potencialmente muito elevado. De facto, em 2010, estimava-se que as emissões mundiais de GEE teriam de reduzir 3,3% por ano até 2030 para limitarmos o aumento da temperatura a 1,5°C; em 2020, a redução média anual exigida é de 7,6%. De forma semelhante, se tivermos em conta as emissões de GEE totais que poderíamos emitir para alcançar os objetivos, ao ritmo atual de emissões anuais esgotaríamos entre 2029 e 2033, tendo que reduzir as emissões a zero a partir desse momento³.

Trata-se, pois, de um desafio global e que afeta toda a economia, embora a verdade é que alguns sectores económicos serão particularmente afetados. Em concreto, o sector energético emite cerca de 40% das emissões de CO₂. Segue-se o sector dos transportes e a indústria (cerca de 20% cada)⁴. Estes sectores deverão adaptar o seu modelo produtivo para cumprir com os novos padrões ambientais, o que provocará mudanças importantes na nossa forma de viver e produzir.

A União Europeia tem reduzido as suas emissões de GEE...mas há ainda um caminho a percorrer

Alguns números servem para ilustrar a magnitude do problema e a posição relativa da UE para enfrentá-lo. Atualmente, as economias do G20 são responsáveis por 77% das emissões globais de GEE e os cinco maiores emissores (por esta ordem, China, EUA, União Europeia 27, Índia e Rússia) são responsáveis por 61% das emissões mundiais (ver primeiro gráfico). No entanto, se considerarmos um conceito mais abrangente de emissões, que inclui as emissões baseadas no consumo, EUA e a UE aumentam a sua quota, enquanto desce a da China. Deste modo, em 2016, as emissões da UE calculadas com base no consumo seriam 15% mais elevadas do que usando o método de produção, enquanto na China eram 11% mais baixas⁵.

1. Estima-se que, no início de abril, as emissões diárias de CO₂ no mundo tenham caído 17% face à média de 2019. Ver Le Quéré, C., et al. (2020) «Temporary reduction in daily global CO₂ emissions during the COVID-19 forced confinement.» Nature Climate Change.

2. O Acordo de Paris de 2015 estabeleceu como limite um aumento da temperatura de 2°C em relação aos níveis pré-industriais e efetuar todos os esforços para limitar este aumento a 1,5°C.

3. Ver IPCC (2019). «Global Warming of 1.5°C».

4. De acordo com os dados da IEA.

5. <https://ourworldindata.org/co2-and-other-greenhouse-gas-emissions>

Contudo, o peso da UE no total das emissões mundiais caiu de 12% no início do século para 7,5% em 2018, ainda que continue a ser a terceira zona económica com mais emissões. Ao mesmo tempo, é também a região que regista o nível de intensidade energética – a energia consumida por unidade de PIB – mais baixo do mundo, uma variável-chave já que a sua redução contribui para o cumprimento dos objetivos estabelecidos na política ambiental. De facto, entre 1990 e 2018, enquanto o PIB cresceu 61%, as emissões de GEE na região reduziram 20%.

Não são os únicos dados animadores; a denominada «economia verde»⁶ tem tido um papel crescente na UE: o valor acrescentado bruto deste sector cresceu 4,1% em 2017, atingindo 288.094 milhões de euros, contribuindo com 2,2% para o PIB da região. Ao mesmo tempo, a UE destaca-se no campo da inovação e ocupa o primeiro lugar do *ranking* em número de patentes em tecnologias relacionadas com o ambiente⁷, sendo que, em 2016, 26% das patentes registadas diziam respeito à União Europeia, tal como vemos no segundo gráfico.

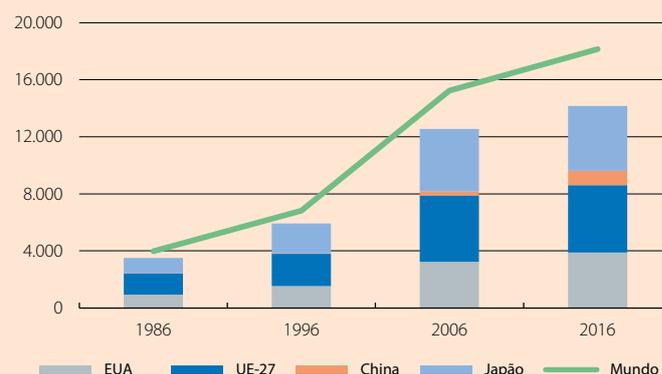
O uso de energias renováveis tem também sido uma das marcas da atuação da UE nas questões do clima. De facto, mais de 32% da produção eléctrica gerada internamente na região faz-se com recurso a fontes renováveis, comparativamente com 23% em termos mundiais, e quase 19% do consumo final de energia usa as renováveis (1% em termos mundiais), caminhando para o objetivo estabelecido para 2030 (32%).

Apesar dos avanços e da crescente consciencialização sobre as mudanças climáticas na UE, os dados revelam uma ação insuficiente. De facto, as metas para 2030 e 2050 estão em risco⁸. O motivo é que as medidas adotadas até ao momento não parecem suficientes para atingir o objetivo de redução das emissões de GEE em 40% no ano 2030 em relação aos níveis de 1990. Por este motivo, é essencial dar um novo impulso verde à economia europeia, algo que a Comissão Europeia pretende fazer por meio do *Green Deal*⁹.

Em conclusão, se considerarmos os progressos realizados até ao momento e a posição de liderança que a UE tem assumido no combate às alterações climáticas, a região pode ser um importante *player* no contexto mundial para incentivar a cooperação e a adopção de medidas globais para combater a emergência climática. Claramente, a UE sozinha não pode solucionar este problema. No entanto, uma ação decisiva e bem planeada provavelmente servirá como estímulo e um exemplo valioso de boas práticas para o resto do mundo. Ainda assim, não podemos negar que esta transição acarreta enormes desafios, e esta transformação será mais custosa para algumas economias, regiões e grupos sociais, o que obriga a uma gestão ponderada para evitar disparidades sociais e regionais, que, no limite, poderiam pôr em causa a própria transição energética. Quando ultrapassarmos a COVID-19 e a economia retomar, talvez seja o momento certo para intensificar os esforços no sentido de uma economia mais ecológica, priorizando o investimento público em sectores mais sustentáveis e promovendo o financiamento verde.

Patentes de tecnologias relacionadas com o ambiente

(Número de patentes)



Nota: Incluem as patentes registadas em pelo menos dois institutos de propriedade intelectual, um dos quais no top 5 mundial.

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

6. De acordo com o Eurostat, inclui o sector dos bens e serviços ambientais: produtos criados para a proteção ambiental (prevenir, reduzir ou eliminar a poluição ou outra degradação do meio ambiente) ou gestão de recursos.

7. De acordo com os dados da OCDE (que incluem as patentes registadas em pelo menos dois institutos de propriedade intelectual, um dos quais no top 5 mundial), em 2016, o maior número de patentes na UE encontrava-se ao nível da gestão ambiental, tecnologias de mitigação das alterações climáticas na geração, transmissão ou distribuição de energia, e transportes.

8. Agência Europeia do Ambiente (2019). «O ambiente na Europa: Estado e perspectivas 2020».

9. Ver o artigo «O Green Deal Europeu, entre o que é desejável e o que é viável», neste mesmo Dossier.

O *Green Deal* europeu, entre o desejável e o viável

A UE está a liderar a redução das emissões de gases de efeito estufa (GEE), mas ainda existe um longo caminho a percorrer, tanto no Velho Continente como no resto do mundo, se pretendermos evitar um aumento de temperatura superior aos 2°C. Com o intuito de acentuar esta liderança, a Comissão Europeia (CE) apresentou o *Green Deal*, um quadro (ou estratégia de crescimento nas palavras da CE) que inclui medidas destinadas a atingir um nível de zero emissões líquidas, promover o crescimento económico com uma utilização mais sustentável dos recursos naturais e a fazê-lo de forma justa entre países, setores e indivíduos. Neste sentido, uma das primeiras medidas adotadas pela UE foi integrar um regulamento pelo qual a mesma se obriga a reduzir em 50% as emissões de GEE em comparação com os níveis de 1990 (em vez dos 40% estabelecidos no Acordo de Paris) e ser um emissor neutro de GEE antes de 2050.¹ Apesar da bondade destas intenções, são plausíveis estes objetivos? As medidas adotadas pela UE são suficientes? De que forma a COVID-19 veio alterar estes planos?

O *Green Deal* foi apresentado por Ursula Von der Leyen como estandarte do seu mandato, uma situação entendível devido à preocupação com a emergência climática na Europa. De acordo com o inquérito do Banco Europeu de Investimentos (BEI), 82% dos cidadãos europeus acham que a emergência climática está a afetar as suas vidas (uma perceção mais difundida entre os países mediterrâneos em comparação com os do norte da Europa). Além disso, 47% dos europeus consideram a emergência climática como uma das maiores ameaças que o seu país enfrenta. Neste contexto, a CE apresentou o plano de investimentos do *Green Deal*, através do qual pretende «mobilizar» pelo menos 1 bilhão de euros nos próximos 10 anos.² No entanto, é necessário detalhar este valor e entender a que se refere com o termo «mobilizar».

Uma proposta de investimento inicial que suscitava dúvidas

Na sua proposta inicial, apresentada em janeiro de 2020, metade desta mobilização seria proveniente de recursos próprios da UE. Atualmente, 20% do orçamento para 2014-2020 é considerado verde e, no âmbito do *Green Deal*, a CE pretende aumentá-lo para 25% no período 2021-2027.³ Neste sentido propõe, entre outras medidas, que 40% e 30% do orçamento da Política Agrícola Comum e do Fundo Europeu dos Assuntos Marítimos e das Pescas contribuam, respetivamente, para a luta contra a emergência climática. A nova taxonomia da UE ajudará a garantir que estes 25% do orçamento sejam realmente verdes, dado que detalha os requisitos para considerar um investimento ou um ativo como tal. Além disso, a CE estima que os Estados-membros co-financiarão com 114.000 milhões de euros alguns dos projetos ecológicos incluídos no orçamento da UE. Por outro lado, a UE implementará o Mecanismo de Transição Justa, com o qual inicialmente pretendia contribuir com 7.500 milhões de euros e que irá mobilizar mais de 143.000 milhões de euros em 10 anos para ajudar as regiões mais afetadas pela transição (por exemplo, aquelas com uma elevada quota de empregos no setor de combustíveis fósseis).

A segunda maior contribuição para o plano de investimento do *Green Deal* são os 279.000 milhões de euros provenientes de investimentos privados efetuados através do programa InvestEU do BEI, sucessor do que era conhecido como Plano Juncker. Este programa terá um funcionamento muito semelhante ao do Plano Juncker: o BEI oferecerá garantias a projetos que contribuam para o combate à emergência climática, incentivando assim investimentos privados nesta direção.⁴

Finalmente, o Sistema de Comércio de Emissões da UE (RCLE-UE) também contribuirá com 25.000 milhões de euros arrecadados através dos leilões das licenças de emissão de GEE. Além disso, a CE propõe a criação de um imposto do carbono na fronteira para impedir que as empresas deslocalizem os seus centros de produção para regiões com regulamentos ambientais menos rigorosos (conhecido como filtragem de carbono).

Assim, do bilhão de euros anunciado inicialmente pela CE, o aumento real da despesa da UE na luta contra a emergência climática corresponderá apenas a um aumento de 5 p.p. no orçamento da UE (de 20% a 25%) para combater a emergência climática e aos 7.500 milhões do Fundo de Transição Justa. O restante corresponde à «mobilização» de investimentos públicos e privados, uma expressão que a instituição utiliza para se referir aos investimentos, principalmente privados, que são efetuados graças às garantias que a UE oferece. No entanto, a maior parte dos grupos parlamentares no Parlamento Europeu pediram para que se deixe de utilizar esta expressão, a fim de preservar a credibilidade da UE.⁵

O Plano de Recuperação da Comissão Europeia tem o *Green Deal* como pilar

A CE propôs no final de maio um programa de 750.000 milhões de euros para o Instrumento de Recuperação (Next Generation EU), destinados a apoiar a recuperação económica após a COVID-19, considerando os desafios da UE a longo prazo (descarbonização e digitalização, nomeadamente). Este programa será financiado através da emissão de dívida própria da UE. Seguindo o mesmo esquema do orçamento para 2021-2027, cerca de 25% deste valor será destinado à adaptação e diminuição da emergência climática. Entre as novas medidas, a contribuição para o Fundo de Transição Justa aumentará de 7.500 milhões para 40.000 milhões, com a CE a con-

1. Por emissor neutro, referimo-nos a que os GEE emitidos para a atmosfera são capturados por sumidouros naturais ou tecnologias de eliminação de carbono que ainda não foram implementadas. Quanto mais lenta for a redução de emissões, mais importante será a implementação destas tecnologias, pois haverá mais GEE na atmosfera, aumentando a temperatura do planeta.

2. Esta foi a proposta anterior ao programa de recuperação económica apresentado a 27 de maio.

3. O orçamento da UE para 2021-2027 está a ser negociado atualmente e a crise de saúde provocada pela COVID-19 pode alterar significativamente a sua dimensão assim como os valores destinados para a emergência climática.

4. Neste sentido, embora fora do quadro do *Green Deal*, o BEI pretende que 50% do financiamento que oferecer em 2025 seja verde, quando atualmente é de 25%.

5. Na resolução de 12 de maio de 2020, a CE foi alertada para a «não utilização de engenharia financeira e multiplicadores duvidosos» de forma a anunciar valores ambiciosos.

tribuir com 15.300 milhões para o instrumento InvestEU, a fim de mobilizar até 240.000 milhões de euros (cerca de 30% dos quais serão destinados a projetos verdes).

Da mesma forma, uma parte importante desta nova quantia será investida na reforma dos edifícios para os tornar energeticamente mais sustentáveis. Assim, enquanto se apoia um setor intensivo em termos de mão de obra como a construção e se reduz o desemprego, reduzem-se as emissões deste setor, pois o mesmo possui uma vasta margem de manobra em termos de eficiência energética. Convém lembrar que os edifícios são responsáveis por 36% das emissões da UE e que a CE estima que, para ser o primeiro continente neutro em termos climáticos, o parque de edifícios da Europa deve ser renovado duas vezes mais rapidamente do que é feito atualmente (entre 0,8% e 2,4% anual, dependendo do Estado-membro).

Assim, considerando a proposta inicial e o Next Generation EU, a mobilização total de recursos para uma economia mais verde seria de cerca de 1,37 biliões de euros ao longo de 10 anos, o que corresponde a investimentos anuais de 137.000 milhões de euros (1% do PIB da UE-27 em 2019), quando a própria CE considerava que para alcançar o objetivo anterior do Acordo de Paris (ou seja, uma redução de 40% nas emissões de GEE), era necessário um investimento anual de 240.000 milhões de euros.⁶ Se considerarmos o novo objetivo proposto (uma redução de 50% das emissões em vez de 40%) e assumirmos uma relação semelhante entre as necessidades de investimento para reduzir uma unidade de GEE emitido, concluímos que as necessidades de investimento anual aumentam aproximadamente para 300.000 milhões de euros. Assim, o Plano de investimentos do *Green Deal* representaria 45% dos investimentos necessários, forçando o setor privado e os Estados-membros a serem mais ambiciosos.

A COVID-19, longe de ser um obstáculo, pode ser um catalisador para a transição verde

O custo humanitário, económico e social da crise de saúde causada pela COVID-19 será, sem dúvida alguma, extremamente elevado e os esforços das autoridades devem concentrar-se em minimizar o custo em vidas, atenuar o impacto económico do confinamento e apoiar a recuperação da atividade económica. Neste último ponto, as medidas adotadas até agora podem acelerar algumas tendências que têm ocorrido em termos produtivos e institucionais que contribuirão para o combate à alteração climática. Por um lado, a CE lançou uma avaliação do quadro fiscal da UE, com a intenção de o adaptar aos desafios de longo prazo da UE e, após o surto da crise de saúde, algumas das questões levantadas. Por exemplo, a UE emitirá a sua própria dívida, uma situação que já tinha feito pontualmente no passado, para financiar o Next Generation EU. Além disso, trouxe novamente à mesa a possibilidade de cobrar alguns impostos diretamente (como uma taxa digital ou impostos ecológicos). Todas estas propostas, se se materializarem e se tornarem habituais, darão à instituição uma maior autonomia na tomada de decisões e maior capacidade de financiamento, permitindo uma maior ambição nas suas políticas para enfrentar desafios, como é o caso das alterações climáticas, que vão mais além dos Estados-membros.

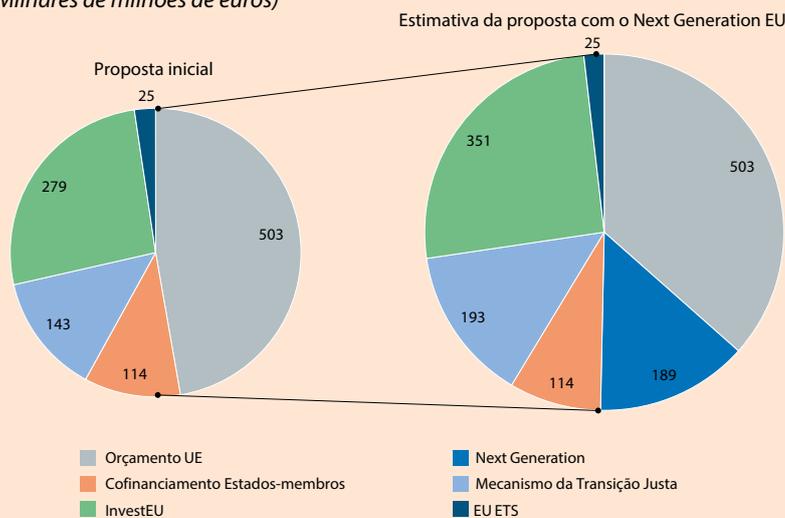
Por outro lado, a COVID-19 demonstrou que o teletrabalho é um sistema válido para muitas empresas e empregos e que possui benefícios tanto ao nível da reconciliação familiar como na luta contra a emergência climática. Como explica um artigo nesta edição,⁷ em Espanha cerca de 30% das pessoas empregadas podem trabalhar em casa, uma percentagem que aumenta nas áreas urbanas para 40%. Assim, se o trabalho remoto fosse implementado em Espanha dois dias por semana para estes trabalhadores, as emissões anuais de GEE provenientes do transporte terrestre reduziriam em 3%.⁸ Um pequeno passo, mas um passo ao fim e ao cabo.

Em suma, é justo reconhecer que a CE assumiu um forte compromisso na luta contra a alteração climática. No entanto, carece da força necessária para o fazer por si só, razão pela qual a ação dos estados e as iniciativas privadas serão fundamentais se pretendermos evitar um aquecimento global superior a 2°C. Aproveitar um ponto de viragem como o atual pode ser vital para fazer com que o equilíbrio da balança tenda para uma economia sustentável e ecológica a médio e longo prazo.

(Veja uma versão estendida deste artigo em bancobpi.pt)

Plano de investimentos do Green Deal: a mobilização de mais de 1 bilião de euros em 10 anos

(Milhares de milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia e de cálculos próprios.

6. Ver Comissão Europeia (2020). «Identifying Europe's recovery need».

7. Ver o Focus «A COVID-19 impulsiona o teletrabalho» nesta edição da *Informação Mensal*.

8. Para o calcular, obtivemos os dados de mobilidade da *Enquesta de mobilitat en dia feiner* de l'ATM de Barcelona, os dados de emissões do Gabinete Catalão da Alteração Climática e os dados do Inquérito à População Ativa.

Transição climática na União Europeia: uma questão de justiça

O objetivo da União Europeia de atingir a neutralidade carbónica em 2050 levanta uma questão importante: será que as vantagens da transição climática superam os custos? A Comissão Europeia (CE) e a maioria dos governos não têm dúvidas a esse respeito; estima-se que a transição climática aumente o PIB da UE em 1,1% e o emprego em 0,5% em 2030, em comparação com o cenário *business as usual* (isto é, num cenário em que em que nenhuma ação é tomada e as emissões continuam a crescer ao ritmo atual)¹.

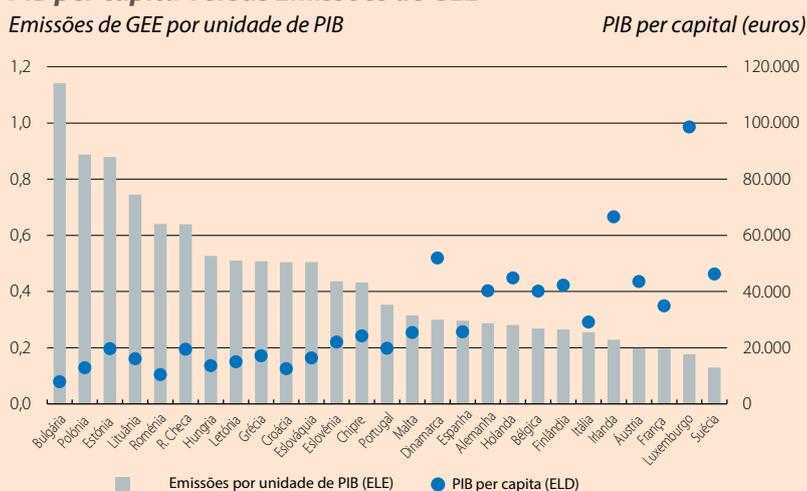
Além do impacto agregado da transição climática, é inegável que ela não será neutra e que haverá alguns países e setores que vencerão e outros que perderão. Os mais prejudicados serão o sector extrativo e os setores da indústria altamente intensivos em energia, enquanto outros se verão obrigados a transformar o seu modelo de negócio (sector automóvel, químicos e construção). Em consequência, os países onde estes sectores têm um peso maior também terão mais dificuldades para levar a cabo a transição². O grande desafio da política económica será, portanto, facilitar uma transição o mais justa e harmoniosa possível, a fim de evitar reações políticas contrárias, como ocorreu em França com a revolta dos coletes amarelos.

Sectores e países europeus mais afetados pela transição climática

Na UE, os cinco países que mais emitem gases com efeito de estufa (GEE) são, por esta ordem, Alemanha, França, Itália, Polónia e Espanha, responsáveis por 65% das emissões totais da região.

Para avaliar qual será o impacto da transição climática por países e quais os que estão melhor posicionados para enfrentar os riscos da transição, analisámos as emissões de GEE por euro de PIB. Um resultado especialmente preocupante é que os países

PIB per capita versus Emissões de GEE



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

que registam maiores emissões de GEE por euro de PIB são também os mais pobres (tanto se medirmos com base no PIB per capita, como com o indicador de risco de pobreza)³, entre os quais se destaca os países da Europa de Leste (ver primeiro gráfico). De uma maneira geral, as emissões de GEE nestes países provêm principalmente do setor energético (na Polónia, por exemplo, representam mais de 40% do total das emissões geradas pelas atividades económicas, devido ao uso de carvão). Pelo contrário, Portugal e Espanha encontram-se numa posição mais favorável. Assim, para reduzir as emissões de GEE, os sectores mais poluentes⁴ são os que mais deverão transformar-se nos próximos anos, e o seu peso no valor acrescentado bruto dos países da Europa de Leste não é insignificante: oscila entre os 11% na Lituânia e os 21% na República Checa. Adicionalmente, têm também um papel

relevante no mercado de trabalho destes países, variando entre 9,7% da população empregada na Estónia e 30,6% na Roménia.

Se considerarmos o esforço de transição que será exigido no seio da União Europeia, estes serão os países que mais podem sofrer com os enormes desafios que esta mudança acarreta. Apesar disso, estes países também podem beneficiar com esta transição: investir no combate às alterações climáticas torna as economias mais inovadoras e resilientes, enquanto os empregos criados são de melhor qualidade e mais produtivos⁵. Não obstante, um dos principais mecanismos que se utilizarão para

1. Por exemplo, o impacto no PIB da Letónia será de quase +6%, mas para a Polónia será residual. Para mais informações, ver Eurofond (2019). «Energy scenario: Employment implications of the Paris Climate Agreement».

2. Ver Eurofond (2019). «Energy scenario: Employment implications of the Paris Climate Agreement».

3. De acordo com os dados do Energy Poverty Observatory, a maioria dos países da Europa de Leste registava uma percentagem da população em risco de pobreza mais elevada do que a média da UE (23,5% em 2016), destacando-se particularmente a Bulgária (40,4%) e a Roménia (38,8%).

4. O conjunto dos sectores com uma elevada intensidade carbónica.

5. Ver Comissão Europeia (2019) «Employment and Social Developments in Europe», Capítulo 5.

reduzir as emissões de GEE é aumentar o custo através de um imposto de carbono ou de um esquema de *cap-and-trade*, como o atual regime de comércio de direitos de emissão da UE (EU ETS, na sigla em inglês), o que durante algum tempo pode encarecer o custo da energia.

Assim, a transição deverá ser gerida de forma a evitar disparidades sociais e regionais, de forma a ser justa e socialmente aceite por todos, já que não deve ser esquecido que os efeitos positivos da transição levarão algum tempo para se tornarem visíveis, enquanto os custos serão percebidos no curto prazo. A posição relativamente mais débil da Europa de Leste constitui também um enorme desafio para o projeto comum europeu; só uma transição justa evitará que o euroceticismo, já incipiente em países como a Hungria ou Polónia, ganhe força.

Neste contexto, a UE apresentou, ao abrigo do *Green Deal*, o Mecanismo de Transição Justa (em inglês, *Just Transition Mechanism*), para ajudar as regiões, indústrias e trabalhadores afetados pela transição climática. Os seus objetivos incluem, entre outros, a formação dos trabalhadores, a melhoria da eficiência energética dos edifícios, o suporte à transição das empresas para tecnologias mais amigas do ambiente ou incentivos para que as empresas invistam em I&D.

Prós e contras do Fundo de Transição Justa da UE

Para financiar este mecanismo, a CE anunciou em janeiro de 2020 a criação de um Fundo de Transição Justa (*Just Transition Fund*, em inglês), para atenuar o impacto socioeconómico da transição climática nas regiões mais afetadas. Um elemento problemático deste fundo de transição é que a sua alocação geográfica já está, em princípio, predefinida com critérios muito gerais e pouco flexíveis. A alocação da quantidade correspondente a cada Estado-Membro será com base em critérios específicos (em grande parte relacionados com a intensidade carbónica das regiões de cada Estado e à percentagem de trabalhadores na indústria e na exploração de carvão) e a distribuição final dos fundos dependerá da aprovação dos Planos Territoriais de Transição Justa dos diferentes países. Assim, metade dos 40.000 milhões previstos iria para apenas quatro países (8.000 milhões para a Polónia, 5.000 milhões para a Alemanha, 4.400 milhões para a Roménia e 3.400 milhões para a República Checa), enquanto Espanha e Portugal receberiam uma parte muito residual (4,5% e 1,2% do total, respetivamente)⁶. A ampliação deste fundo por meio do Instrumento de Recuperação e a árdua negociação que se avizinha são uma boa oportunidade para repensar os critérios de alocação. Por um lado, é desejável canalizar parte dessa ajuda para os setores que mais sofrerão com a COVID-19 para que possam retomar com melhores ferramentas para levar a cabo a transição e, assim, aproveitar ao máximo as vantagens da economia verde, dando maior apoio às economias com menor margem fiscal. Por outro lado, com a incerteza em torno do impacto da transição climática no emprego e em diferentes áreas geográficas, é aconselhável ter uma ampla margem de critério na alocação para ajudar os setores e regiões mais afetados à medida que se possa identificar com maior precisão.

Por fim, seria de esperar que a alocação de recursos fosse condicionada a uma avaliação séria dos resultados dos projetos em vez de apenas vinculá-los aos objetivos gerais delineados nos Planos Territoriais de Transição Justa dos diferentes Estados-Membros. E não se trata apenas de dedicar uma quantidade razoável de recursos para alcançar a transição justa, mas também de desenhar programas muito bem definidos que nos permitam maximizar o uso produtivo e os efeitos positivos dos recursos atribuídos.

Em suma, uma transição climática bem-sucedida deverá evitar prejudicar a coesão do projeto europeu comum e garantir que ninguém seja deixado para trás. No fundo, é uma questão de justiça: justiça entre gerações, entre países e entre grupos sociais. Essa transição trará, sem dúvida, benefícios para todos os europeus, mas, ao mesmo tempo, terá custos consideráveis, por isso é importante que seja o mais inclusivo possível. A Comissão Europeia já esboçou algumas ideias para desenhar mecanismos que ajudem a alcançar isso, e as políticas integradas no Instrumento de Recuperação representam um importante salto qualitativo. No entanto, ainda há muito a fazer e é necessário que os responsáveis pelo projeto da transição ponham mãos à obra para que a ambição indubitável do *Green Deal* seja acompanhada de medidas determinadas para tornar a transição justa. Das palavras tem que se passar às ações.

6. Para mais informação, ver Comissão Europeia (2020). «Allocation method for the Just Transition Fund»

A evolução necessária para um setor financeiro verde

Graças ao crescente e necessário interesse pela emergência climática, cada vez são publicados mais estudos sobre o impacto que este desafio terá na economia. De facto, já existe um consenso que caracteriza a emergência climática como grande, não linear e incerta. «Grande» devido aos efeitos perturbadores que terá sobre o modelo de produção, seja pelos riscos físicos ou de transição que implica¹. «Não linear», porque à medida que a temperatura média do planeta aumenta, aceleram alguns fenómenos naturais, como o degelo das calotas polares, que acentuarão ainda mais o aquecimento global aumentando exponencialmente a frequência e a violência de eventos naturais extremos. E «incerto», porque não existem precedentes históricos para uma concentração de gases de efeito estufa (GEE) na atmosfera tão alta como hoje, que nos possam ajudar a fazer previsões precisas das consequências que terá.

A dimensão e a incerteza do impacto económico da emergência climática são perfeitamente ilustradas quando analisamos ativos potencialmente obsoletos (*stranded assets*), expostos principalmente a riscos de transição. O melhor exemplo deste tipo de ativo são as reservas não exploradas de combustíveis fósseis, parte significativa das quais deve permanecer no subsolo se pretendemos cumprir os objetivos do acordo de Paris. Existem vários métodos para estimar o impacto na riqueza global destes ativos. Enquanto alguns estudos se concentram no volume total de reservas que devem permanecer no subsolo, outros concentram-se no valor dos investimentos já efetuados para extrair o combustível ou no valor líquido presente das receitas procedentes destas reservas. Assim, algumas estimativas sugerem que o impacto na riqueza global dessa decisão seria entre 1 e 4 biliões de dólares, enquanto outros a estimam em 18 biliões de dólares (um valor que equivale a cerca de 85 vezes o PIB anual de Portugal)². Como dissemos, um impacto grande e incerto.

O setor financeiro será afetado pela emergência climática, embora a possa ajudar a atenuar

Em vista do potencial impacto da emergência climática na economia, o setor financeiro deve integrar os riscos climáticos na sua gestão abrangente de riscos associados às suas atividades (operacionais, crédito, de reputação ou mercado). Tomemos, por exemplo, o caso

Espanha: financiamento bancário a setores potencialmente afetados pela transição energética



Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Delgado, M. (2019). «Energy transition and financial stability».

de uma empresa com ativos potencialmente obsoletos. No caso de entrada em vigor de um regulamento que limite a extração destes ativos, a avaliação da referida empresa cairá, bem como a sua capacidade de assumir os pagamentos. Desta forma, os bancos que tivessem oferecido financiamento a esta empresa estariam expostos a um risco de crédito devido à menor solvência do mutuário. Da mesma forma, como estas empresas costumam usar os seus ativos como garantia aquando do financiamento, no momento da execução das garantias o banco receberia um ativo sem valor, razão pela qual também estará exposto ao risco de mercado. O Banco de Espanha estima que até 25% da dívida das empresas em posse dos bancos espanhóis se encontra em setores potencialmente vulneráveis a estes riscos de transição³.

Por outro lado, a emergência climática também representa uma grande oportunidade para o setor financeiro. As necessidades de capital de atividades que contribuem para a atenuação e adaptação às mudanças climáticas são muito elevadas e dificilmente serão atendidas com recursos públicos. Por este motivo, o papel que o setor privado pode desempenhar é fundamental. Neste sentido, os bancos, como intermediários entre a poupança

e o investimento, estão em posição favorável para canalizar fluxos para projetos «verdes». No entanto, a distinção entre projetos sustentáveis e prejudiciais requer padrões internacionais. Neste sentido, no âmbito do *Green Deal*, o Conselho Europeu aprovou a taxonomia esperada mediante a qual será possível catalogar quais são os projetos verdes e assim facilitar a transferência de fluxos para uma economia neutra em termos de emissões de GEE.

Taxonomia da UE e próximas etapas

Nesta proposta, a UE propõe que uma atividade seja considerada sustentável se, no mínimo, i) contribuir substancialmente para um dos seis objetivos ambientais especificados no segundo gráfico; ii) não reduzir nenhum deles; iii) cumprir determinadas garantias sociais e iv) a sua contribuição for tecnicamente verificável. Assim, foram determinadas métricas para cada setor económico, para

1. Riscos físicos são aqueles que advêm da exposição da atividade humana ao sistema natural, enquanto riscos de transição são aqueles que procedem de regulamentos que visam levar a economia para um nível mais baixo de emissões de gases de efeito estufa (GEE) e da própria transformação das atividades económicas para cumprir os novos objetivos ambientais.

2. Ver Mercure, J. F. et al. (2018). «Macroeconomic Impact of Stranded Fossil Fuel Assets». Nature Climate Change 8. E IRENA (2017). «Stranded Assets and Renewables: How the Energy Transition Affects the Value of Energy Reserves, Buildings and Capital Stock».

3. No artigo não são consideradas empresas individualmente, mas sim por setores. Ver Delgado, M. (2019). «Energy transition and financial stability. Implications for the Spanish deposit-taking institutions». Revista de Estabilidade Financeira (Outono).

que empresas e investidores possam estimar que percentagem das suas atividades ou ativos são verdes.

Serão diferenciados quatro tipos de atividades que podem ser consideradas ecológicas: i) as que já possuem baixas emissões (como a produção de energia limpa); ii) as que as possibilitam (como, por exemplo, a fabricação de componentes de painéis solares); iii) as de transição (atividades que emitem GEE abaixo da média da sua indústria, como, por exemplo, produção de eletricidade com gás natural) e iv) as atividades de adaptação a riscos físicos.

Esta «nova linguagem comum» evitará a diversidade de critérios ao considerar uma atividade como verde, enquanto combate a prática do *greenwashing* por parte de empresas e investidores que tentam melhorar a sua reputação realizando ações *a priori* sustentáveis a priori, mas que não acabam por fornecer uma melhoria real para o meio ambiente. Também abrirá vários canais que podem agilizar a transição para uma economia neutra em termos de clima, como por exemplo:

- Publicação do tipo de atividades financiadas: a UE obrigará as instituições financeiras a publicar para cada produto financeiro a proporção de atividades verdes que financiam⁴. Da mesma forma, as grandes empresas que já estão sujeitas à diretiva de divulgação de informações não financeiras terão que reportar informações sobre a nova taxonomia. Assim, investidores e consumidores poderão saber o quão poluidora é uma empresa ou que ações verificáveis são tomadas para compensar a sua pegada de carbono.
- Incentivar o financiamento de projetos verdes: uma vez que as atividades verdes possam ser diferenciadas das restantes, poder-se-á influenciar nos respetivos custos de financiamento (por exemplo, oferecendo garantias que reduzam o custo dos projetos verdes). Alguns dos instrumentos propostos são o *green supporting factor* e o *brown penalizing factor*, que devem ser subtraídos e adicionados, respetivamente, aos requisitos mínimos de capital das instituições financeiras, sendo que não parece ser desejável utilizar os requisitos de capital dos bancos para uma finalidade diferente de absorver possíveis perdas.

Desafios pendentes

Para reduzir ainda mais as emissões de GEE é necessário poder classificar as atividades mais poluidoras como «castanhas» e diferenciá-las daquelas que simplesmente não são verdes, criando assim três grupos de ativos e atividades: verdes, neutras e castanhas. No entanto, a proposta atual ainda não oferece ferramentas para o fazer. Além disso, ainda existe um longo caminho a percorrer na identificação dos riscos climáticos. Avançar para uma melhor deteção e quantificação dos riscos físicos e de transição que afetarão os diferentes setores económicos é essencial para as entidades financeiras tomarem decisões mais bem informadas e com padrões internacionais. Assim, uma vez quantificados os riscos climáticos, podem ser realizados testes de stress para verificar a resistência do setor financeiro (e dos restantes setores) face aos diversos cenários ambientais.

E o papel da política monetária?

O mandato dos bancos centrais concentra-se acima de tudo na estabilidade dos preços e, sem dúvida alguma, a emergência climática afeta a sua evolução. Mesmo assim, a direção que os preços tomarão devido a fatores climáticos não é óbvia, uma vez que existem forças de procura e oferta que os pressionam tanto em sentido ascendente como descendente⁵. Por este motivo e devido às suas implicações nos riscos de estabilidade financeira, os bancos centrais estão a começar a atuar para entender melhor o impacto da emergência climática e esclarecer se, para evitar um cenário perturbador sobre o crescimento económico que gera flutuações bruscas nos preços, devem incluir a sustentabilidade ambiental nos seus mandatos.

Neste sentido, aproveitando a revisão estratégica realizada pelo BCE e pela Fed⁶, existem vozes que propõem que os bancos centrais comprem ativos verdes (*green QE*). No entanto, esta medida suscita polémica, dado que a transição para uma economia climaticamente neutra ainda não está sob o mandato das autoridades monetárias. Além disso, atualmente uma das principais características das compras de ativos das empresas por parte do BCE é a sua neutralidade em relação aos diversos setores económicos, a fim de evitar distorções nos preços.

No entanto, a política monetária pode aspirar, no máximo, a complementar e acompanhar os regulamentos que venham a ser estabelecidos pelas autoridades responsáveis por definir o rumo da transição ecológica.

4. As duas primeiras metas ambientais da UE serão detalhadas no final de 2020 e serão implementadas no final de 2021, quando tiverem sido definidos os quatro pilares restantes a serem aplicados no final de 2022.

5. Num cenário perturbador no qual aumenta a frequência e violência de eventos naturais extremos, podemos assumir que existe um *choque* de oferta que faz aumentar os preços. Enquanto noutros cenários em que o crescimento económico diminui, os preços tendem a cair. Ver Bolton, P. et al. (2020). «The Green swan – Central banking and financial stability in the age of climate change», BIS e Banco de França. E Alestra, C. et al. (2017). «Long-term growth impact of climate change and policies: the Advanced Climate Change Long-term (ACCL) scenario building model», Banco de França.

6. Ver o Focus «BCE e Fed: dois mandatos, um objetivo» na IM02/2020.

Os seis objetivos meio ambientais da União Europeia



Fonte: BPI Research.

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., 2020

© CaixaBank, S.A., 2020

Design e produção: www.cegeglobal.com

