

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL
JANEIRO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
*COVID-19 e risco-país na Zona Euro:
desta vez é diferente!*

ECONOMIA INTERNACIONAL
*China, o longo caminho para a primazia
económica*

ECONOMIA PORTUGUESA
As moratórias, as garantias e os bancos

ECONOMIA ESPANHOLA
*O emprego aguenta, desta vez, condições
adversas mas a dualidade no mercado
de trabalho continua a fazer estragos*

DOSSIER: A GRANDE OPORTUNIDADE VERDE APÓS A COVID-19

*A COVID-19 ajudará a reduzir as emissões
de gases de efeito de estufa?*

*Aumentará a sensibilização meio ambiental
após a COVID-19?*

A recuperação verde

*A geopolítica das alterações climáticas
no cenário pós-pandemia*

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2021

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

BPI Research (UEEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank 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 dezembro de 2020

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *COVID-19 e risco-país na Zona Euro: desta vez é diferente!*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *China, o longo caminho para a primazia económica*

17 *O consumo apoiará a recuperação norte-americana em 2021?*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *As moratórias, as garantias e os bancos*

27 ECONOMIA ESPANHOLA

29 *O emprego aguenta, desta vez, condições adversas mas a dualidade no mercado de trabalho continua a fazer estragos*

32 DOSSIER: A GRANDE OPORTUNIDADE VERDE APÓS A COVID-19

32 *A COVID-19 ajudará a reduzir as emissões de gases de efeito de estufa?*

34 *Aumentará a sensibilização meio ambiental após a COVID-19?*

36 *A recuperação verde*

38 *A geopolítica das alterações climáticas no cenário pós-pandemia*

Tornar-nos-á a COVID-19 mais verdes?

O título deste artigo não é uma anedota sem graça sobre os possíveis efeitos secundários das vacinas que começaram já a ser administradas e que nos permitem sonhar com o controlo definitivo da pandemia. O título questiona se a pandemia intensificará a luta contra as alterações climáticas. Por várias razões, é provável que assim o seja.

Em primeiro lugar, a COVID-19 tornou patente que as forças da natureza podem ser devastadoras. Constatámos como eventos que parecem remotos têm um custo enorme quando se materializam. É então quando olhamos para trás e nos questionamos sobre o que poderíamos ter feito para diminuir esses riscos que eram entendidos por muitos, provavelmente a maioria, como algo distante. Neste sentido, a pandemia deverá contribuir para uma maior sensibilização sobre este género de riscos.

Depois do desastre da COVID-19, é necessário reavaliarmos o catálogo de riscos com os quais nos enfrentamos. Quem não tinha o risco das alterações climáticas nesta lista, é provável que o tenha colocado. E quem o tinha, pode tê-lo colocado como o primeiro da lista. Tendo ficado agora claro que não investíamos o suficiente na prevenção de epidemias e no sistema de saúde em geral, é o momento de nos perguntarmos se estamos a fazer o suficiente na luta contra as alterações climáticas.

A pandemia também deixou claro que, com as estruturas produtivas e os padrões de consumo atual, a redução de emissões necessárias para travar o aquecimento global terá um elevadíssimo custo em termos de atividade económica. Estima-se que as emissões globais de gases de efeito de estufa tenham descido mais de 5% em 2020, uma redução que se deverá repetir ano após ano durante muito tempo para atingir os objetivos do Acordo de Paris e limitar a 2 °C o aumento da temperatura global. Já que não o iremos fazer se tivermos que sacrificar a atividade económica como em 2020, ficou patente que é necessário investir na transformação das nossas estruturas produtivas e promover padrões de consumo menos poluentes.

Por sua vez, os planos de recuperação económica para superar a crise provocada pela pandemia fornecerão uma enorme quantidade de recursos para a luta contra as alterações climáticas e isto, se for efetivamente feito, aumentará ainda mais o apoio social perante este desafio. Não deixa de ser paradoxal que os governos estejam dispostos a dedicar mais recursos a esta prioridade num momento em que as suas contas ficaram tão devastadas pela pandemia, mas ninguém duvida que o momento atual exige um importante impulso fiscal para relançar a economia.

Determinados a fazê-lo, por que não dedicá-lo a facilitar a transição para uma economia com menos emissões? Uma abordagem «investidora» na luta contra o aquecimento global tem mais probabilidades de sucesso que uma abordagem que dá prioridade a impostos e restrições a determinadas atividades, visto ser muito mais sustentável politicamente. Já vimos o que aconteceu em França com os coletes amarelos em 2018, quando Macron teve que recuar no aumento dos impostos sobre os combustíveis. As cenouras são mais eficazes que as penalizações e os planos de recuperação são um campo de cenouras.

Mais adiante, quando chegar o momento de abordar o ajustamento das contas públicas, as medidas tomadas poderão também ter uma tendência verde. Não há dúvidas que em muitos países será necessário aumentar as receitas fiscais para ajustar os elevados défices públicos e para reduzir a dívida. Perante a decisão sobre que impostos aumentar, os impostos sobre as emissões de gases de efeito de estufa serão um candidato óbvio.

Muitas vezes caracterizámos a pandemia como um acelerador de tendências. Assim aconteceu claramente no mundo digital onde, por necessidade, aprendemos a teletrabalhar, a comprar e a vender mais *online*, a praticar a telemedicina ou a fazer as nossas mesas redondas virtuais. Agora que vislumbramos o fim da COVID-19, é hora de acelerar a luta contra as alterações climáticas, visto estarmos mais sensibilizados que é uma luta imprescindível e, além disso, porque ela ajudará a impulsionar a recuperação.

Cronologia

DEZEMBRO 2020

- 2** O Reino Unido torna-se no primeiro país ocidental a aprovar o uso de uma vacina contra a COVID-19.
- 10** O BCE aumenta a dotação do PEPP para 1,85 biliões, prolonga as suas compras líquidas até março de 2022 e lança três novas TLTRO-III.
- 24** A UE e o Reino Unido alcançam um acordo comercial para regular as suas relações económicas a partir de 1 de janeiro de 2021, data em que o Reino Unido abandona o mercado único e a união alfandegária.

OUTUBRO 2020

- 16** A agência de classificação Moody's desce o *rating* do Reino Unido, de Aa2 para Aa3.
- 28** França anuncia um novo confinamento e outros países europeus (como a Alemanha) também aplicam maiores restrições à mobilidade de forma mais significativa do que nos meses anteriores.

AGOSTO 2020

- 27** A Fed atualiza o quadro estratégico da política monetária e anuncia que terá como objetivo uma taxa de inflação média de 2%, tolerando temporariamente uma inflação mais elevada após períodos com inflação abaixo de 2%.

NOVEMBRO 2020

- 15** A Austrália, a Nova Zelândia e 13 economias asiáticas (incluindo a China) assinaram um acordo comercial a grande escala (o *Regional Comprehensive Economic Partnership*).
- 20** As primeiras vacinas contra a COVID-19 solicitam a aprovação oficial das autoridades após a conclusão da fase de ensaios.

SETEMBRO 2020

- 25** O Conselho Europeu aprova a concessão de 87.400 milhões de euros em empréstimos SURE a 16 estados membros. Portugal receberá 5.900 milhões de euros.
- 28** A contagem oficial de falecimentos por COVID-19 ultrapassa, no mundo inteiro, 1 milhão de pessoas.

JULHO 2020

- 21** O Conselho Europeu aprova um plano de recuperação contra a COVID-19 de 750.000 milhões de euros (360.000 em empréstimos e 390.000 em transferências), que será financiado com dívida emitida pela UE.

Agenda

JANEIRO 2021

- 5** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).
- 7** Portugal: emprego e desemprego (novembro).
- 8** Portugal: comércio internacional (novembro).
Portugal: volume de negócios na indústria (novembro).
- 15** Espanha: contas financeiras (3T).
Portugal: atividade turística (novembro).
- 21** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).
- 26-27** Comité Monetário da Fed.
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (4T).
Portugal: preços da habitação (dezembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
EUA : PIB (4T e 2020).
- 29** Espanha: previsão do PIB (4T).
Espanha: previsão do IPC (janeiro).
Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).

FEVEREIRO 2021

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
Portugal: previsão do PIB (4T).
- 10** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 15** Portugal: atividade turística (dezembro).
Japão: PIB (4T).
- 19** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (dezembro).
- 25** Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
Portugal: indicador de confiança de empresas e consumidores (fevereiro).
- 26** Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Espanha: previsão do IPC (fevereiro).
Portugal: previsão do IPC (fevereiro).

Os mercados financeiros marcam o rumo

O contraste entre a situação que estamos a viver agora e a que esperamos viver daqui a alguns meses é enorme. A eficácia que até à data as vacinas mostraram e o ambicioso calendário de distribuição com o qual se trabalha permitem-nos ser otimistas. Embora hoje em dia as restrições à mobilidade e a atividade económica tenham voltado a aumentar na maior parte dos países desenvolvidos, confiamos que rapidamente nos voltaremos a mover livremente. O contraste a nível económico será também provavelmente grande. Isto tem o seu reflexo na diversa evolução dos indicadores de atividade e dos indicadores financeiros. Enquanto uns mostram o duro golpe que a pandemia ainda está a exercer, os outros, que vivem com os olhos postos no futuro, já se encontram em níveis próprios de uma expansão económica.

De facto, os indicadores de atividade dos principais países desenvolvidos sugerem que o processo de recuperação tenha estagnado. Após a recuperação experimentada no 3T, o aumento dos contágios e as consequentes medidas para reduzir as interações sociais travaram a recuperação. Nos EUA é provável que o PIB acabe por marcar uma taxa de crescimento positiva no 4T, mas ela será provavelmente modesta. Na Zona Euro, onde as restrições à mobilidade foram mais severas, dificilmente se poderá evitar uma queda do PIB (em Portugal a variação do PIB situar-se-á provavelmente em torno de -2.5%). Além disso, tudo indica que o 1T 2021 não seja muito melhor. A atividade económica dificilmente poderá dar um grande passo em frente enquanto a vacina não tiver sido administrada, pelo menos, aos grupos de maior risco. Uma condição imprescindível para poder aliviar significativamente as restrições à mobilidade e as interações sociais sem risco de colapso do sistema de saúde.

Tudo isto contrasta com a boa evolução que os principais índices bolsistas tiveram durante os últimos dois meses. O índice MSCI que engloba a evolução dos principais índices bolsistas a nível global superou já, amplamente, os níveis anteriores à pandemia. Nos EUA, o índice S&P 500 fechou o ano com uma revalorização de 16%, encontrando-se já em máximos históricos. Na Europa, o Eurostoxx 50 fechou 2020 com uma descida de 5% relativamente ao nível de finais de 2019, mas encontra-se 4% acima do valor médio desse ano. Também os índices dos principais países emergentes fecharam o ano com ganhos significativos, especialmente os ganhos dos países asiáticos.

O principal catalisador da ascensão bolsista foi a eficácia mostrada pelas vacinas e pela convicção que em meados deste ano, nas principais economias, as vacinas terão já

sido administradas a um número suficiente de pessoas para suprimir definitivamente a maior parte das restrições à mobilidade. Quando isto acontecer, a atividade económica acelerará de forma acentuada e poderá ser revertida boa parte da queda ocorrida quando a pandemia eclodiu. Não será uma recuperação gradual normal, porque a natureza do choque também não o é. Embora, naturalmente, irão existir diferenças entre países e nem todos conseguirão, em uníssono, recuperar os níveis de atividade anteriores à pandemia. Poderemos observar então quais os países que protegeram melhor o seu tecido empresarial ao mesmo tempo que facilitavam a realocação de fatores para as empresas e setores mais produtivos. Este é um equilíbrio que não é fácil de conseguir.

As valorizações das empresas nas bolsas descontam também o impacto positivo que previsivelmente terão os vários planos de estímulo fiscal que serão levados a cabo este ano. Neste sentido, destaque para o facto de em dezembro os EUA terem aprovado finalmente medidas de estímulo que ascendem a 4% do PIB e que na Europa foi aprovado o novo orçamento comunitário após ter sido superada a ameaça de veto da Hungria e da Polónia, abrindo caminho para os desembolsos do Plano de Recuperação NGEU, de acordo com o calendário previsto.

Finalmente, os elevados níveis que os principais índices bolsistas alcançaram assentam também sobre a hipótese que o ambiente financeiro continuará a ser muito acomodático durante muitos anos. Os bancos centrais, e especialmente a Fed e o BCE, conseguiram convencer os mercados que manterão as taxas de juro em mínimos históricos inclusivamente para lá do momento em que a atividade superar os níveis anteriores à pandemia. Esta expectativa alimenta as avaliações bolsistas ao reduzir a taxa à qual são descontados os lucros futuros das empresas, mas, ao mesmo tempo, torna-as muito sensíveis aos ditames dos bancos centrais e às surpresas que possam ocorrer neste âmbito.

O rumo fixado pelos mercados financeiros está repleto de incógnitas e não se pode descartar que a COVID-19 nos volte a apresentar novos obstáculos por superar. No âmbito político, embora tenham sido dissipadas as principais fontes de incerteza, a presidência de Trump e o *Brexit*, permanecem ainda várias frentes abertas. Naturalmente, também deverá ser seguida com atenção a implementação dos planos de estímulo fiscal e os vários elementos que condicionam a política monetária. No entanto, embora os próximos meses ainda sejam complexos, podemos olhar para o futuro com otimismo. Os mercados financeiros marcam o rumo.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,55	2,50	1,75	0,25	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,75	2,79	1,91	0,23	0,25	0,35
Libor 12 meses	3,86	1,26	3,08	1,97	0,34	0,50	0,70
Dívida pública 2 anos	3,70	0,80	2,68	1,63	0,13	0,30	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	1,20	1,40
Euro							
Depo BCE	2,05	0,32	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	0,90	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,55	-0,36	-0,46	-0,47	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,67	-0,37	-0,45	-0,56	-0,45	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,45	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,43	-0,35
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,40	-0,30
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,55	-0,60	-0,63	-0,73	-0,60	-0,45
Dívida pública 10 anos	4,30	1,82	0,25	-0,27	-0,57	-0,25	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	0,09	0,24
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	0,22	0,41
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,45	0,65
Prémio de risco	11	178	117	71	62	70	65
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	0,17	0,34
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	0,34	0,53
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,50	0,70
Prémio de risco	19	353	147	67	60	75	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,20	1,22
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	126,32	128,40	130,54
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	98,97	112,38	109,25	103,75	107,00	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,91	0,91	0,90
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,76	0,74
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	55,0	60,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	45,8	49,2

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,5	2,8	-4,1	5,5	3,9
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,2	1,7	-5,4	4,4	3,0
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,6	4,1	3,2
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,2	-7,4	4,3	2,7
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,9	3,2	2,2
França	2,2	0,8	1,7	1,2	-9,3	5,7	3,1
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-9,0	5,0	2,5
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,2	-8,3	4,9	3,1
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-11,4	6,0	4,4
Japão	1,5	0,5	0,3	0,7	-5,3	3,5	1,4
Reino Unido	2,9	1,1	1,3	1,4	-11,0	6,9	4,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,1	4,5	3,7	-3,2	6,3	4,6
China	10,6	8,3	6,7	6,1	2,0	8,3	4,5
Índia	9,7	6,9	6,8	4,9	-10,3	9,5	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,3	1,1	-5,0	3,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	-0,3	-10,0	3,5	2,2
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	-4,2	3,0	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	-3,0	4,0	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,6	-3,5	3,0	4,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,0	3,1	3,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,7	1,3	1,6
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,0	2,2
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	1,0	1,4
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	1,1	1,5
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	1,1	1,4
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,2	0,8	1,2
Portugal	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Espanha	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	1,0	1,7
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,1	0,4	0,4
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,8	1,4	1,4
Países emergentes	6,7	5,7	4,9	5,1	4,8	4,5	4,4
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,4	0,8	2,3
Índia	4,5	8,0	3,9	3,7	6,6	9,7	4,7
Brasil	7,3	6,1	3,7	3,7	2,8	3,2	3,7
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,5	3,5	3,7
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	3,3	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	11,8	10,4	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,6	2,1	2,4

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	0,1	2,6	2,4	-6,7	4,0	3,6
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,6	0,6	0,7	0,7	2,2	0,2
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-2,0	6,2	5,4	-7,4	-0,6	4,1
Bens de equipamento	1,2	1,2	8,9	2,8	-	-	-
Construção	-1,5	-4,4	4,7	7,2	-	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,5	3,1	2,7	-5,6	3,4	3,8
Exportação de bens e serviços	5,2	4,0	4,2	3,5	-16,4	20,3	8,2
Importação de bens e serviços	3,6	2,2	5,0	4,7	-11,0	15,5	8,4
Produto interno bruto	1,5	0,0	2,9	2,2	-8,3	4,9	3,1
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,3	1,0	-3,9	-0,8	1,7
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,8	7,0	6,5	7,4	9,1	7,7
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,0	0,3	0,0	0,9	1,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-3,6	0,4	-0,1	-1,8	-1,0	-0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,2	1,4	0,9	-0,8	0,0	1,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,1	-0,3	0,1	-7,2	-5,7	-3,1

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2017	2018	2019	2020	2021	2022
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	1,8	0,9	-13,6	6,6	4,0
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	3,6	3,3	2,2
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-12,4	8,6	7,7
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,8	16,1	8,5
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-15,1	5,5	7,2
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	3,0	1,4	-9,5	6,0	4,3
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-21,1	8,3	7,4
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-17,3	9,0	7,4
Produto interno bruto	3,7	0,3	2,4	2,0	-11,4	6,0	4,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	2,6	2,3	-7,3	0,0	2,2
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	16,0	17,9	16,5
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	1,0	1,7
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	1,2	2,4	6,3	-4,3	0,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,1	1,1	1,6	2,0
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,4	2,4	2,4	1,5	2,0	2,2
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-6,7	-2,5	-2,8	-12,4	-9,2	-6,6

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

Previsões

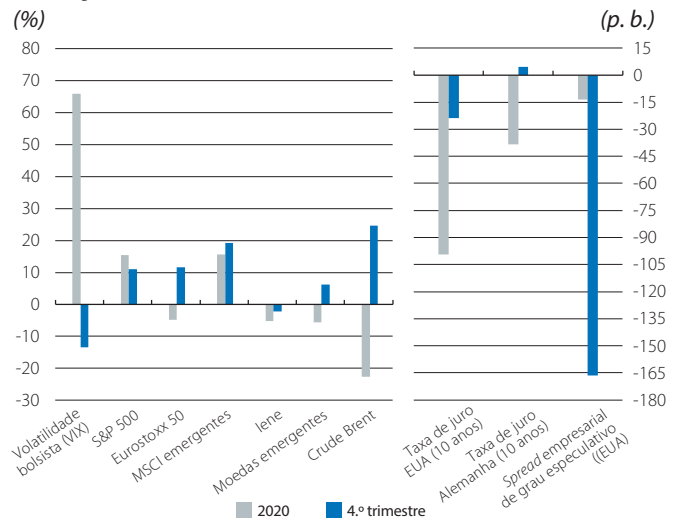
Um fim de ano otimista entre os investidores

Apetite pelo risco perante a esperança de um ano de 2021 de recuperação. Os investidores encerraram o ano dando continuidade à dinâmica ascendente que os mercados tinham acentuado em novembro. O seu desempenho foi favorecido pelo início das vacinações da COVID-19 a nível mundial, pelo desbloqueio do plano de recuperação europeu (Next Generation EU) e pela assinatura, na última semana de dezembro, do acordo comercial do *Brexit* e de um novo pacote de estímulo fiscal nos EUA. Além disso, nas respetivas reuniões de dezembro, os principais bancos centrais reafirmaram a intenção de manterem condições financeiras acomodáticas por um longo período. No seu conjunto, todos estes elementos alimentaram o otimismo e o apetite dos investidores por ativos de risco e com relação mais estreita com o ciclo económico. Assim, os mercados financeiros encerraram o ano com um mês de dezembro de subidas generalizadas nas bolsas, nos preços das matérias-primas e na maior parte dos câmbios-âncora das moedas em relação ao dólar. Esta dinâmica de subida trouxe avaliações relativamente elevadas que, por um lado, foram sustentadas na continuidade do apoio das políticas económicas e na expectativa de uma recuperação económica mais enérgica em 2021. Contudo, por outro lado, estas avaliações elevadas ressaltam também a vulnerabilidade do cenário financeiro global se as perspetivas económicas se deturparem. Assim, enquanto o início do processo de vacinação nivela o caminho da recuperação a médio prazo, a curto prazo as economias continuam a enfrentar um cenário de saúde muito exigente onde o sentimento investidor se manterá sensível à evolução da pandemia, ao apoio das políticas económicas e, a mais médio prazo, à emergência das cicatrizes que a COVID-19 possa deixar no tecido produtivo (destacam-se os riscos de um aumento das dívidas, incumprimentos, insolvências ou destruição de emprego).

As bolsas registam novas subidas. Num ano de quedas bolsistas históricas (em março a bolsa norte-americana sofreu a terceira pior sessão dos últimos 100 anos), as principais Bolsas de Valores terminaram o mês de dezembro com lucros generalizados. Além disso, índices como o MSCI global (All Country World), que inclui tanto países desenvolvidos como emergentes, ou o norte-americano S&P 500 conseguiram compensar as perdas da primavera e alcançaram, inclusivamente, novos máximos históricos em dezembro. Por sua vez, as bolsas europeias mostraram também um comportamento muito positivo no período final do ano, impulsionadas pela recuperação dos setores mais associados ao ciclo económico (como os setores da energia e financeiro). Além disso, os índices emergentes mostraram um bom desempenho (MSCI Emerging Markets +15,7% no 4T) alavancados especialmente pela recuperação das economias asiáticas.

O Brent supera a barreira dos 50 dólares. As expectativas em 2021 de maior atividade económica e do aumento da mobilidade de mercadorias e pessoas impulsionaram de forma generalizada os preços das matérias-primas, com aumentos mensais próximos de 10% nos índices agrícolas, de metais preciosos ou no próprio preço do petróleo. Especificamente, o barril de

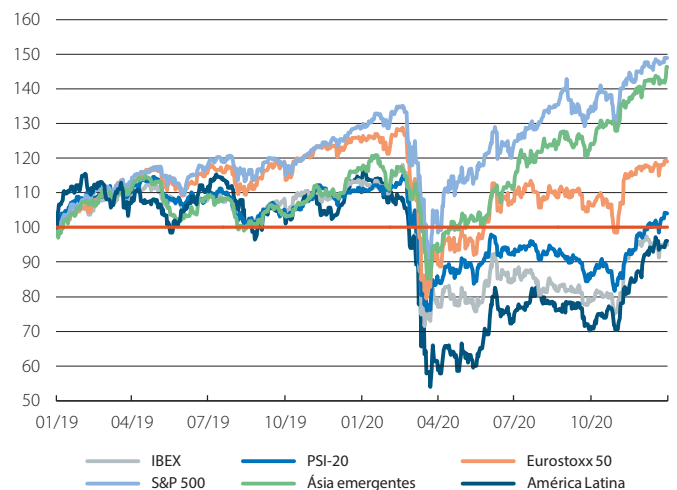
Variáveis financeiras selecionadas: variação em 2020 e no 4T 2020



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2019)



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

Petróleo: preço do barril de Brent

(Dólares por barril)



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

petróleo Brent continuou a escalada iniciada em novembro, tendo-se aproximado dos 52 dólares, o que pressupõe uma revalorização histórica de 160% desde o mínimo registado em abril. De facto, o preço do petróleo foi também apoiado pelas decisões da OPEP e dos seus parceiros, que em dezembro acordaram em aumentar a produção num valor muito inferior ao sugerido anteriormente (+500.000 barris diários a partir de janeiro, e com revisões mensais, relativamente às indicações iniciais de +2 milhões de barris por dia).

O BCE prolonga as medidas contra a COVID-19 além de 2021.

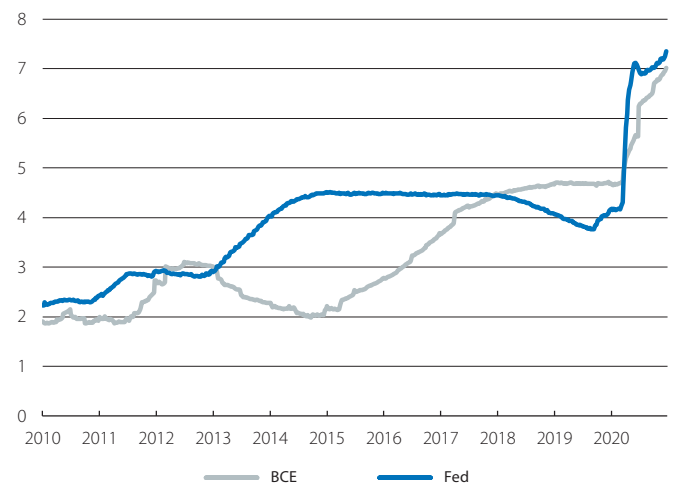
Em linha com o esperado, em dezembro o BCE relançou várias medidas para continuar a oferecer condições financeiras muito favoráveis e a encorajar a recuperação económica da Zona Euro. Entre elas, foi anunciada a extensão das compras líquidas do PEPP até, pelo menos, março de 2022 tendo sido aumentada a sua dotação em 500.000 milhões de euros até aos 1,85 biliões. Portanto, após terem sido gastos um pouco mais de 750.000 milhões em 2020, o PEPP entra em 2021 com uma capacidade de despesa restante de quase 1,1 biliões, aos quais se somam as compras líquidas do APP (20.000 milhões mensais). O BCE acordou também três novas injeções de liquidez TLTRO-III em 2021, com condições favoráveis que se prolongarão até junho de 2022 (ver todos os detalhes no Observatório BCE de 10 de dezembro). Neste contexto, nos mercados de rendimento fixo as taxas de juro e os prémios de risco soberano da Zona Euro mantiveram-se em níveis baixos, tanto nos países do núcleo como nos países da periferia.

A Fed fixa as compras de ativos em 2021. Da mesma forma que o BCE, a Fed reafirmou o seu compromisso em manter condições financeiras por um longo período. No entanto, nos o forte desempenho dos mercados (com as bolsas em máximos e uma volatilidade perto dos níveis mínimos da pré-pandemia) e a melhor resistência dos indicadores de atividade económica, somados às fortes medidas monetárias já em vigor, levaram a Fed a não adicionar estímulos adicionais. Assim, em dezembro a Fed manteve a taxa de juro de referência no intervalo de 0,00%-0,25%, as compras de ativos em 120.000 milhões mensais (80.000 em *treasuries* e 40.000 em MBS), tendo-se limitado a esclarecer que as compras se manterão pelo menos ao ritmo atual até existir um «progresso substancial adicional que vise as metas de máximo emprego e estabilidade de preços». Neste sentido, de acordo com o seu próprio quadro de previsões macroeconómicas, manter-se-ão até pelo menos ao final de 2021.

As moedas emergentes recuperam terreno face ao dólar. A melhoria do sentimento investidor em dezembro promoveu a transferência de fluxos de capital a partir de ativos de refúgio, como o dólar ou o iene, para outros ativos com rentabilidades mais atraentes, como as moedas de países emergentes. O conjunto destas moedas aumentou a sua valorização face ao dólar no decorrer do mês (+2,8%), com o peso chileno e a lira turca a protagonizarem as maiores subidas graças à melhoria dos seus cenários monetários internos e à recuperação da procura de matérias-primas. Nas economias avançadas, o euro prolongou a sua robustez até chegar aos 1,23 dólares, o nível mais alto dos últimos dois anos e meio, enquanto a taxa de câmbio da libra esterlina também valorizou fortemente (+2,6% face ao dólar) graças à assinatura do acordo comercial entre a UE e o Reino Unido.

Balanço dos bancos centrais

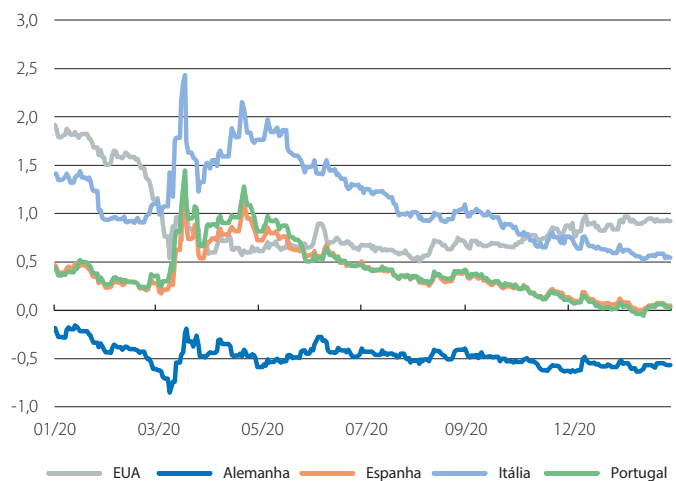
(Biliões de euros e dólares)



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

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos

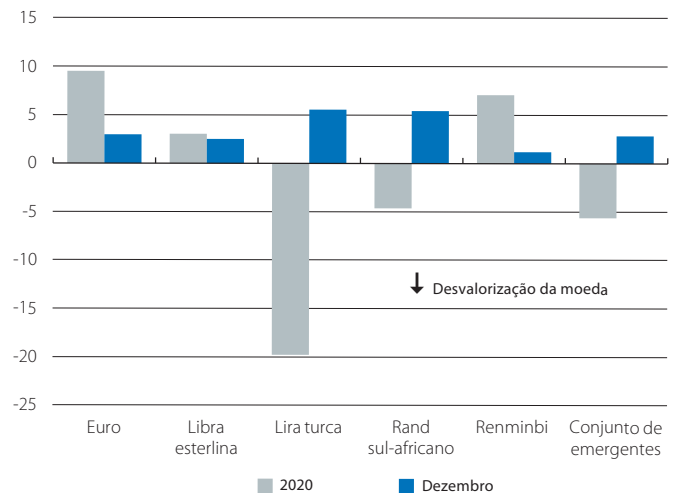
(%)



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

Moedas vs dólar

(%)



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

COVID-19 e risco-país na Zona Euro: desta vez é diferente!

- Com tudo o que a crise da COVID-19 implica em termos de queda do PIB e consequente aumento da dívida pública, deveremos observar um impacto mais persistente no risco-país. Contudo, isto não está a acontecer, em boa parte porque a política económica está a amortecer a transposição do choque da pandemia ao risco-país.
- A nossa análise mostra que, nos países mais afetados pela pandemia, o *rating* publicado situa-se numa posição intermédia entre o que se deduz dos CDS e o resultante dos fundamentos macroeconómicos.

A intuição diz-nos que um choque como o da COVID-19 deverá aumentar o risco-país, assim confirmam os dados. Como é possível observar no primeiro gráfico, o prémio dos CDS das obrigações soberanas a 5 anos¹ aumentou consideravelmente na fase culminante da primeira vaga do coronavírus numa vasta amostra de países com boa ou muito boa qualidade creditícia². Posteriormente, o risco-país foi-se reduzindo, fruto da menor incidência da pandemia e da tomada de medidas para apoiar a economia.

No entanto, nesta fase de remissão do risco-país surge uma dissonância: os países com grau de investimento da Zona Euro experimentaram uma descida ligeiramente mais significativa do risco-país, apesar de esta ser uma das regiões com maior incidência da pandemia. Por outras palavras, com tudo o que implica a crise da COVID-19 em termos de queda do PIB e consequente aumento da dívida pública, deveríamos observar um impacto mais persistente no risco por país, situação que não está a acontecer.

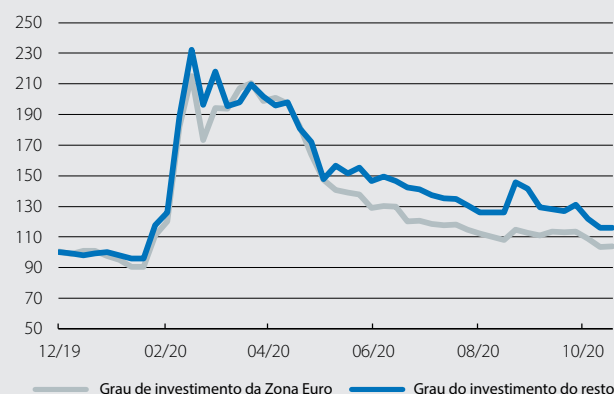
As datas são úteis para identificar que fatores provavelmente os investidores estão a ter em conta para lerem o risco-país da Zona Euro com uma visão mais positiva. A melhoria do diferencial da Zona Euro em risco-país é materializada em junho, logo após 27 de maio, dia em que a Comissão Europeia propôs a implementação de um ambicioso plano de recuperação a nível europeu, o Next Generation EU (NGEU). Além disso, este plano somava-se aos novos programas de compra de dívida pública lançados em março pelo BCE, que asseguravam que as necessidades de financiamento resultantes da pandemia poderiam ser cobertas. Assim, indiretamente, isto ajudou

1. O CDS (*credit default swap*, ou *swap* de risco de incumprimento, em português) é um derivado financeiro no qual o comprador paga um prémio periódico ao vendedor em troca de que este último assuma o risco de falta de pagamento de um ativo financeiro, no nosso caso obrigações soberanas a 5 anos. Neste sentido, quanto maior for o prémio dos CDS, maior é o risco de falta de pagamento recebido do ativo financeiro. Devido à sua natureza, no caso dos CDS sobre obrigações soberanas, quanto maior o risco do país ou risco soberano, maior será o prémio pago.

2. Com o objetivo de averiguar quais são os países que possuem grau de investimento, utilizamos um modelo próprio. Trata-se de um algoritmo (máquina de suporte vetorial) que a partir das relações históricas é capaz de atribuir uma nota creditícia a cada país segundo o valor do prémio dos CDS das suas obrigações a 5 anos. Baseando-nos neste algoritmo, os países com um CDS de 207 pontos, ou menor, equivalem a um grau de investimento. Esta metodologia possui a vantagem de integrar praticamente em tempo real informação que as agências podem demorar mais a recolher. No primeiro gráfico, na categoria «Grau de investimento restante» incluímos países da Europa não pertencentes à Zona Euro (12), da América (9), Ásia (14), África (1) e da Oceânia (1).

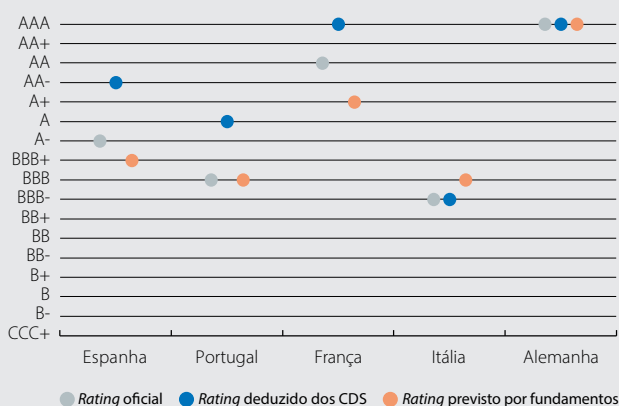
CDS a 5 anos

Média simples de dados semanais
(índice 100 = 27/12/2019)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream.

Zona Euro: rating publicado, deduzido dos CDS e previsto por fundamentos macroeconómicos no 3T 2020



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream e da Oxford Economics.

também a apaziguar as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública na Europa.

Portanto, o NGEU e o BCE parecem ser fatores relevantes para amortecer a transposição do choque da pandemia ao risco-país. Para discernir a importância destes elementos, estimamos que o *rating* baseado na evidência histó-

3. A 12 de março, o BCE anunciou uma dotação adicional de 120.000 milhões de euros para o programa APP (*Asset Purchase Programme*) a distribuir durante o ano de 2020, tendo a 18 de março anunciado o programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) dotado com um volume de 750.000 milhões de euros, também a distribuir durante o ano de 2020.

ca será coerente com a situação macroeconómica dos principais países da Zona Euro⁴ e comparamo-lo com o *rating* que se deduz dos prémios dos CDS soberanos com o *rating* publicado pela agência Fitch (ver o segundo gráfico).

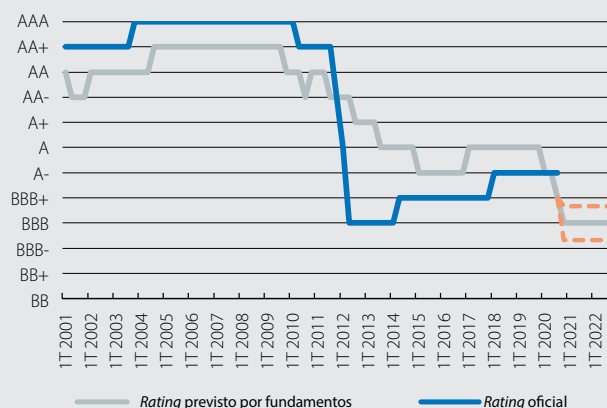
Desta comparação obtemos duas grandes conclusões. A primeira é que os mercados financeiros atualmente tendem a estabelecer uma melhor qualidade creditícia que a resultante dos fundamentos macroeconómicos. Este diagnóstico reforça o papel determinante do NGEU e do BCE como «amortecedores» do risco-país. Se os investidores estiverem a tratar apenas informação resultante da situação macroeconómica, terão um maior risco. É também significativa a repartição geográfica, dado que a discordância entre o *rating* descontado nos mercados e o coerente com os fundamentos macroeconómicos é mais notória nos países mais afetados pela pandemia, como a Espanha ou a França, e inexistente na Alemanha, um país que, de longe, registou a menor incidência entre os países que analisamos e que possui uma situação macroeconómica mais robusta. Portanto, a narrativa dos investidores será que nos estados mais afetados pela COVID-19 o impacto atenuante do NGEU e do BCE é maior: nada menos que quatro notas creditícias nos casos da Espanha e da França, e três no caso de Portugal. É uma distância muito significativa, pois implica que o impacto combinado de ambos os elementos é equivalente à distância do *rating* publicado entre a Espanha e a França, por exemplo.

A segunda conclusão tem que ver com o *rating* oficial. De forma geral, nos países mais afetados pela pandemia, o *rating* publicado situa-se numa posição intermédia entre o que se deduz dos CDS e o que resulta dos fundamentos macroeconómicos. Que implicações tem isto para a evolução prevista do *rating* publicado, que afinal é o que mais conta para a tomada de decisões de investimento? Existem duas questões possíveis a ter em consideração: a questão da inércia das agências de *rating* e a questão da avaliação do risco por país em períodos excecionais. A primeira é relativamente menos alarmante: é provavelmente uma questão de tempo até que as agências de *rating* aproximem a sua avaliação à avaliação resultante dos CDS (as agências efetuam revisões em momentos específicos,

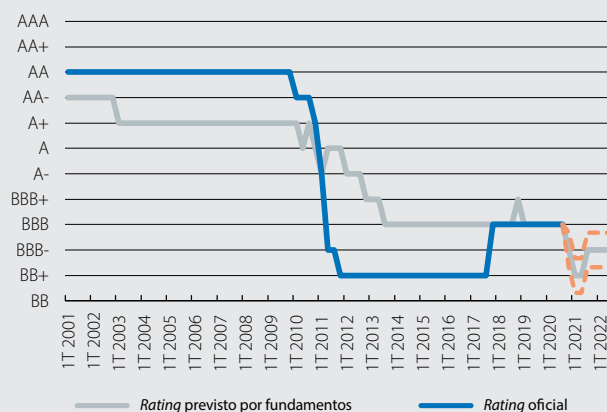
4. Utilizamos um modelo estimado mediante mínimos quadrados ordinários, que permite atribuir uma nota creditícia a cada país em função da evolução de um conjunto de variáveis macroeconómicas. Mais detalhadamente, estas variáveis são o PIB per capita, a dívida pública, taxa de inflação, previsão de crescimento do PIB durante os quatro trimestres posteriores, volatilidade do crescimento do PIB durante os últimos três anos e uma variável binária igual a 1 se no trimestre tiver ocorrido uma descida do *rating*. O período de amostra para efetuar as estimativas abrange desde o 1T de 2000 até ao 4T de 2018. Para mais informação sobre este tipo de modelos, ver Broto, C. e Molina, L. (2014). «Sovereign ratings and their asymmetric response to fundamentals». Documentos de Trabalho do Banco de Espanha.

Rating previsto por fundamentos macroeconómicos e publicado

Espanha



Portugal



Nota: As linhas laranças a tracejado representam um intervalo de confiança que é calculado somando (limite superior) e subtraindo (limite inferior) o erro de previsão médio do modelo.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Thomson Reuters Datastream e da Oxford Economics.

enquanto os CDS possuem uma cotação em forma contínua). De facto, em tempos normais é o que acontece: geralmente os CDS antecipam alterações que as agências costumam validar posteriormente.

Contudo, é exatamente aqui que incide a questão: os tempos que correm não são tempos normais. Na presença de um choque inaudito como o da COVID-19, que acarretou a tomada de medidas históricas, os modelos macroeconómicos certamente não capturam de forma adequada todos os fatores intervenientes no momento de determinar a qualidade creditícia dos países. Isto exige um maior peso do julgamento da experiência, que é precisamente o fator corretor que fornecem as agências de *rating*. Assim, os modelos devem ser lidos como geradores de cenários mais adversos (ver o último gráfico), porque não integram todos os elementos com os quais os investidores e as agências lidam (CDS, embora estes não possam ser sempre isolados do sentimento global do mercado).

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p.b.)	Variação acum. em 2020 (p.b.)	Variação homóloga (p.b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,53	-2	-16,2	-16,1
Euribor 12 meses	-0,50	-0,49	-1	-25,0	-26,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,71	-0,67	-4	-7,6	-11,2
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,70	-0,74	4	-9,9	-8,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,57	-0,57	0	-38,4	-29,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,05	0,08	-3	-42,1	-33,9
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,03	0,03	0	-41,2	-32,9
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-150,0
Libor 3 meses	0,24	0,23	1	-167,0	-163,6
Libor 12 meses	0,34	0,33	1	-165,4	-162,2
Dívida pública a 1 ano	0,10	0,11	0	-146,2	-142,0
Dívida pública a 2 anos	0,12	0,15	-3	-144,8	-140,4
Dívida pública a 10 anos	0,91	0,84	7	-100,4	-87,5

Spreads da dívida corporativa (p.b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p.b.)	Variação acum. em 2020 (p.b.)	Variação homóloga (p.b.)
Itraxx Corporativo	48	49	-1	3,8	3,2
Itraxx Financeiro Sénior	59	61	-2	7,4	5,2
Itraxx Financeiro Subordinado	111	113	-2	-2,6	-2,4

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,222	1,193	2,4	8,9	9,5
EUR/JPY (ienes por euro)	126,180	124,420	1,4	3,6	4,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,894	0,895	-0,2	5,7	4,7
USD/JPY (ienes por dólar)	103,250	104,310	-1,0	-4,9	-4,5

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	443,8	428,4	3,6	10,5	10,7
Brent (\$/barrel)	51,8	47,6	8,8	-21,5	-24,5
Ouro (\$/onça)	1.898,4	1.777,0	6,8	25,1	22,3

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2020 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.756,1	3.621,6	3,7	16,3	16,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.552,6	3.492,5	1,7	-5,1	-5,8
Ibex 35 (Espanha)	8.073,7	8.076,9	0,0	-15,5	-16,3
PSI 20 (Portugal)	4.898,4	4.604,7	6,4	-6,1	-6,6
Nikkei 225 (Japão)	27.444,2	26.433,6	3,8	16,0	16,0
MSCI emergentes	1.291,3	1.205,1	7,2	15,8	14,9

A recuperação mundial em V, de vacina

A economia mundial prepara uma recuperação em forma de V em 2021. V de vacina, logicamente. Se tudo correr consoante o previsto, quando esta edição da *Informação Mensal* vir a luz, as pessoas vulneráveis de Portugal, Europa, Ásia e América já estarão a ser vacinadas. Um sucesso médico sem precedentes; lembremo-nos, uma vacina contra um coronavírus (uma tipologia de vírus difícil de combater, tal como o demonstra a falta de eficácia das vacinas contra o SARS ou o MERS), desenvolvida em meses (e não em anos, como era habitual) e com base numa técnica (denominada ARN mensageiro) inovadora em vacinas autorizadas para o seu uso em humanos. Mediante a vacina, as perspetivas globais são razoavelmente positivas: para 2021 o BPI Research prevê um crescimento mundial ligeiramente superior a 5%, relativamente a uma queda estimada do PIB de cerca de 4% em 2020. Contudo, em muitas das economias do mundo (como nas principais economias avançadas da Europa, na Índia, entre as asiáticas, no Brasil e no México, na América Latina) a perda de riqueza de 2020 não recuperará totalmente em 2021. Uma forma de o ver é através da «mobilidade perdida», que se pode comparar com a descida nos voos, um bom *proxy* da economia globalizada baseada nos fluxos na qual operamos.

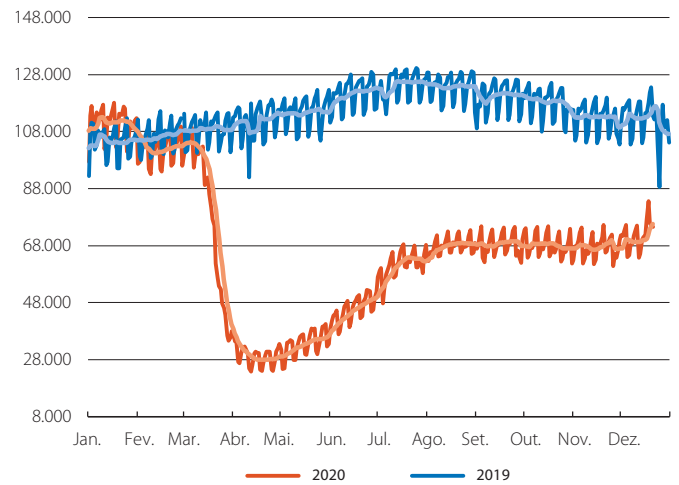
2021 será um ano muito diferente e isso assim já se vislumbra nas tendências mais recentes. Durante meses pudemos descrever a recuperação económica que se tem dado após o grande confinamento da primavera, com duas palavras: desigual e desequilibrada. Isto é, desigual, no sentido geográfico: com várias intensidades de recuperação em vários países. E desequilibrada, setorialmente, referindo-nos ao facto que a indústria e os serviços tinham experimentado vias de recuperação diferentes, uma mais intensa no setor secundário e outra mais frágil no setor terciário. No entanto, a recuperação está a mudar, pelo menos no que se refere à sua distribuição geográfica e setorial. Assim o sugerem os indicadores PMI de atividade. Após disparar na primavera passada, a dispersão geográfica no ritmo de atividade reduziu agora significativamente (embora a segunda vaga, com as suas novas medidas de restrição à mobilidade e à atividade, tenha feito aumentar ligeiramente o grau de disparidade nos últimos meses). Algo parecido acontece com a diferença entre o ritmo de atividade dos serviços e a indústria, que após ter atingido o seu máximo em abril, reduziu significativamente embora, tal como acontecia com a dispersão no ritmo de atividade global, tenha aumentado algo no período final de 2020. Sendo esta a visão mais geral, grosso modo, a revisão mais pormenorizada de algumas economias de referência permite-nos entrar em detalhes que nos enriquecem a análise com maior pormenor.

CHINA

O gigante asiático foi uma das grandes surpresas do ano de 2020. Após ser o primeiro epicentro da pandemia, a China exemplificou as vantagens da abordagem que tem sido dada a

Número de voos comerciais

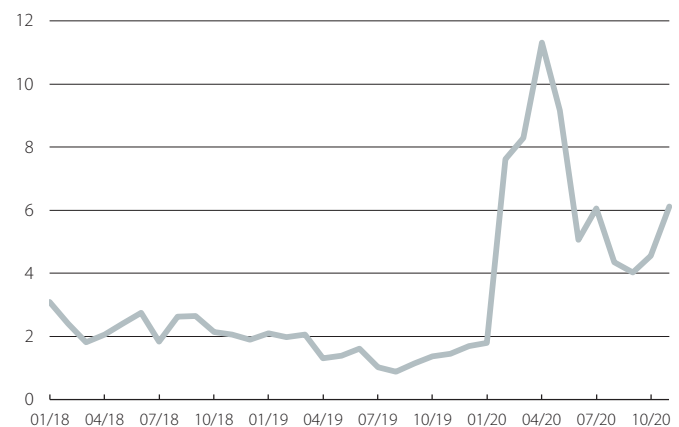
Total e média móvel de 7 dias



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Flightradar24.

PMI composto

Desvio padrão

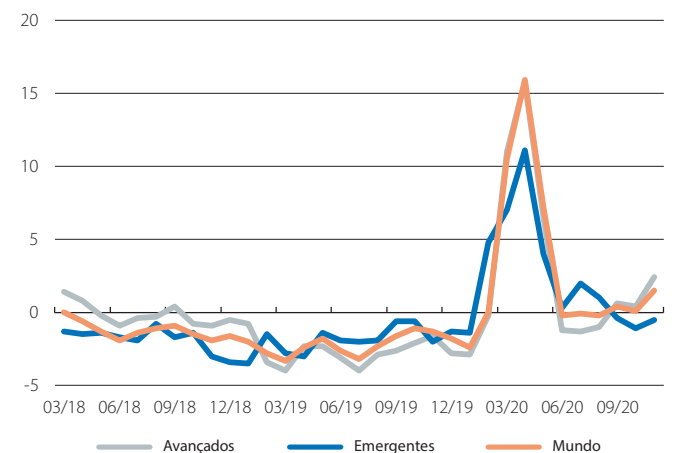


Nota: Inclui os seguintes países: Brasil, China, França, Alemanha, Índia, Irlanda, Itália, Japão, Rússia, Espanha, Reino Unido e EUA.

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

Diferença entre o PMI das indústrias e o PMI dos serviços

(Pontos)



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

conhecer, em inglês, como *go hard and early*, ou seja, ser muito agressiva e rápida nas medidas de contenção e atuar com testes e um confinamento, cedo e em massa. Provavelmente o melhor exemplo, mais que o conhecido caso de Wuhan, foi o surto da cidade de Qingdao, onde em outubro passado, perante apenas uma dúzia de casos, foram feitos testes a toda a população de 9 milhões de habitantes em 5 dias.

A rápida contenção da pandemia permitiu que a recuperação da atividade tenha sido veloz e intensa e que tenha exigido um apoio relativamente reduzido da política económica: por exemplo, o Banco de Espanha estima que o impulso fiscal da China em 2020 foi um pouco menos de metade que o da Grande Recessão de 2008 (equivalente agora a 6% do PIB; 13% em 2008). Definitivamente, após crescer quase 12% em cadeia no 2T 2020, o PIB chinês tinha já superado o nível anterior à pandemia, uma situação que não se tinha dado em nenhuma outra grande economia mundial. A saída da crise chinesa beneficiou de uma forte recuperação do binómio indústria-exportação. A China abasteceu o mundo, primeiro de produtos mais associados à luta contra a pandemia e depois, adicionalmente, de produtos como a eletrónica, que outras nações produtoras não estavam em condições de fornecer. Como resultado, em novembro as exportações chinesas eram mais de 20% superiores às de um ano antes. Definitivamente, a China antecipa um padrão que irá aumentar em muitas economias em 2021: o papel importante que a indústria poderá ter a curto prazo (já comentámos a sua melhor tendência global) e a procura externa como suporte (embora, neste sentido em 2021 a recuperação deva ser sincronizada).

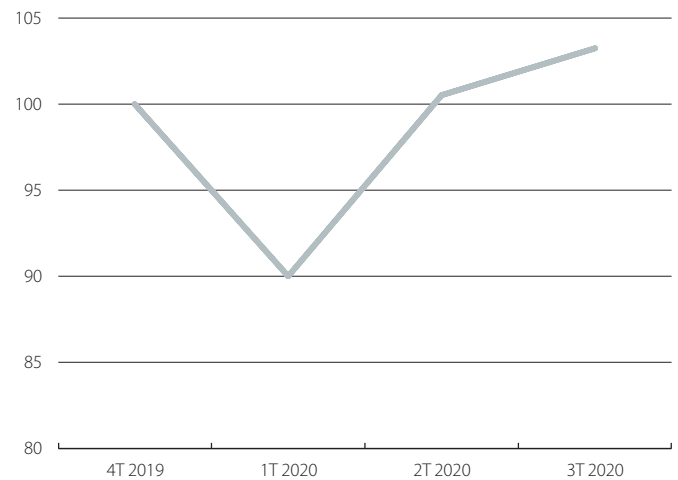
ESTADOS UNIDOS

A outra grande economia mundial, a norte-americana, oferece-nos outras lições interessantes. Embora existam diferenças importantes por estados, nos EUA, no seu conjunto as medidas de confinamento e restrição à atividade podem ser consideradas menos estritas que noutros países (especificamente, em comparação com a Europa). Assim, se em países como a Espanha a mobilidade (por motivos de lazer e compras) terminou o ano em níveis da ordem de -30% em comparação com os níveis antes do choque, nos EUA, os números mostram uma queda menor, de -20%. Esta abordagem relativamente menos restritiva foi acompanhada de uma estratégia bastante agressiva de apoio fiscal e monetário.

Resposta rápida e agressiva da política económica. No que se refere à política monetária, após reduzir agressivamente as taxas de juro para 0,00%-0,25% e lançar uma vasta série de medidas (de forma particular destaque para as elevadas compras de ativos), em agosto a Fed ancorou uma política acomodatória por um longo período (além da economia consolidar a sua reativação) ao alterar o seu quadro estratégico e indicar que, no futuro, tolerará temporariamente inflações superiores a 2%. Sendo estas as grandes linhas diretrizes, em dezembro a Fed reafirmou a sua mensagem de apoio (o seu programa de compra de ativos manter-se-á pelo menos até finais de 2021, tal como é detalhado na conjuntura de Mercados Financeiros).

China: recuperação do PIB na pandemia

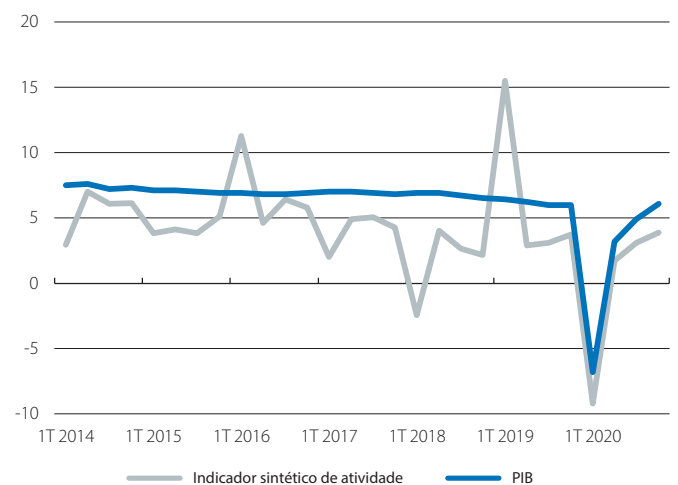
Nível (100 = 4T 2019)



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

China: indicador sintético de atividade e PIB

Crescimento homólogo (%)



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

Expectativas de inflação nos EUA: break-even 10 anos dos EUA

(%)



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

Leitura idêntica, de prolongamento do estímulo, é feita a partir do âmbito da política fiscal. No final de dezembro foi aprovado um novo pacote fiscal, de 0,9 bilhões de dólares, equivalente a pouco mais que 4% do PIB. Será o segundo maior pacote fiscal da história, após o pacote adotado em março do ano passado, de 1,8 bilhões de dólares e que incluirá, entre outras medidas, o pagamento através de um cheque de 600 dólares a uma quantidade elevada de cidadãos e 300 dólares semanais adicionais aos beneficiários de prestações por desemprego.

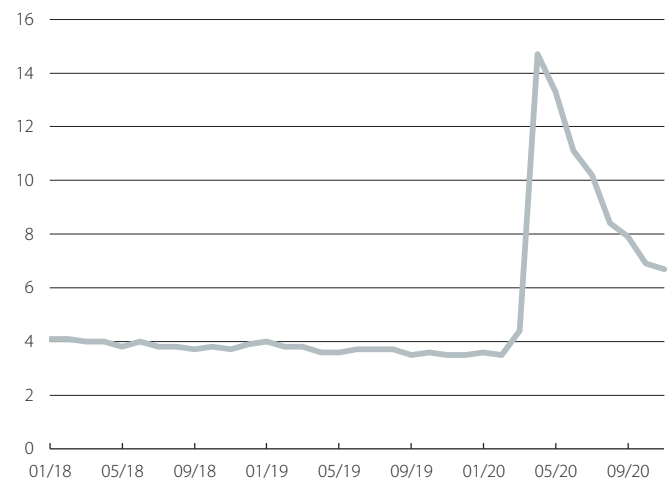
UNIÃO EUROPEIA

A Europa continua a ser uma das regiões mais afetadas pela pandemia. A incidência da segunda vaga da COVID-19 forçou, por exemplo, a França e a Alemanha a aplicarem um segundo confinamento continuando a existir, em numerosos países, medidas limitativas da mobilidade e da atividade. Contudo, é comum às estratégias de segunda vaga o seu caráter mais seletivo e, de forma geral, a incidência que os indicadores de atividade do 4T refletem é claramente menor à da primavera. Assim, por exemplo, o índice PMI de sentimento empresarial composto da Zona Euro situou-se nos 48,4 pontos na média do 4T 2020. Apesar disso pressupor uma queda dos 52,4 pontos do 3T e o índice se ter situado abaixo dos 50 pontos (limite entre a zona de contração e a zona de expansão), o nível de atividade que reflete este indicador tem-se mantido muito acima dos 31,3 pontos registados no 2T 2020.

A política europeia fecha 2020 com acordos, que ajudarão a não prejudicar a frágil recuperação da Europa. Por um lado, no plano fiscal foi aprovado o novo orçamento comunitário após a ameaça de veto da Hungria e a Polónia ter sido ultrapassada, abrindo caminho para os desembolsos do Plano de Recuperação (o chamado NGEU) de acordo com o calendário previsto. Além disso, a Europa contará também com o ambiente financeiro acomodaticio que o BCE prolongou por um longo período (ver a conjuntura de Mercados Financeiros), após uma atuação inicial na primavera que, tal como a da Fed, foi rápida e agressiva. Por outro lado, a UE e o Reino Unido alcançaram um acordo comercial apenas uma semana antes do fim do período de transição do *Brexit* (a saída tinha sido oficializada no início de 2020, mas a saída do Reino Unido do mercado único e da união alfandegária não era efetiva até 1 de janeiro de 2021). O acordo, básico, não evita um aumento das barreiras no comércio de serviços (não há passaporte financeiro nem reconhecimento automático de licenças e de qualificações profissionais) mas garante que não haverá nem taxas aduaneiras nem quotas no comércio de bens (existirão, sim, barreiras regulamentares e burocráticas). Além disso, cobre um vasto leque de áreas (pesca, transportes, energia, segurança, programas UE, etc.) e fixa um mecanismo para resolver litígios, um elemento fundamental porque é possível que, a médio prazo, surjam atritos que devam ser resolvidos à medida que os quadros legais e regulamentares forem divergindo. O acordo será aplicado provisoriamente a partir de 1 de janeiro de 2021 à espera que o Parlamento Europeu dê a sua aprovação final antes de 28 de fevereiro de 2021 (o Parlamento britânico ratificou-o numa sessão relâmpago antes de terminar o ano de 2020).

EUA: taxa de desemprego

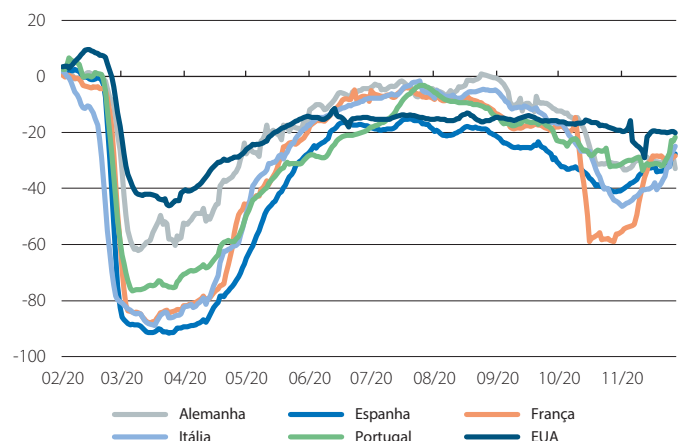
Número de desempregados entre a população ativa (%)



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

Mobilidade da população em estabelecimentos comerciais

Variação relativamente ao nível base (%) *

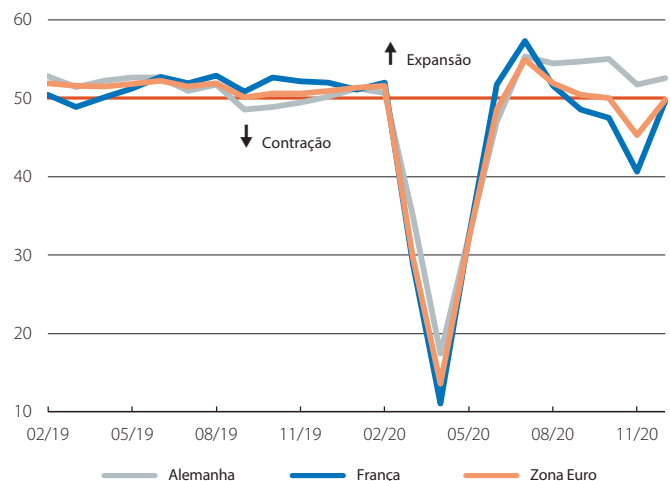


Notas: Dados em média móvel de 7 dias. * O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre o dia 3 de janeiro e o dia 6 de fevereiro.

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

Zona Euro: PMI composto

Nível



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

China, o longo caminho para a primazia económica

- Graças a um enorme sucesso na luta contra a pandemia, a China espera ver crescer a sua economia 2,0% neste ano da pandemia, tornando-a na única grande economia que terminará 2020 em terreno positivo. Além disso, a recuperação é generalizada, com um crescimento robusto do investimento, do consumo e do setor externo.
- Apesar destes sucessos recentes, persistem os desequilíbrios macroeconómicos de fundo. Existe uma maior consciência que estes desequilíbrios devem ser resolvidos e as autoridades começam a pôr uma maior ênfase na qualidade do que na quantidade do crescimento.

A China, o país do meio, foi a primeira economia do mundo durante boa parte do tempo decorrido desde o início da dinastia Shang, por volta dos anos 1500 a.C. até ao início do século XIX¹. A guerra do ópio (1842), o atraso tecnológico face ao Ocidente e o turbulento fim da era imperial (1911) representaram um cataclismo que durou até meados do século XX. Contudo, a partir de 1980 a situação mudou. Com as reformas de Deng Xiaoping para uma economia socialista de mercado com áreas económicas especiais, a China iniciou um longo percurso para recuperar a primazia económica global perdida. O crescimento económico da China foi vertiginoso e o país do meio passou de 2,3% da economia mundial em 1980 para 17,4% em 2019². O baixo ponto de partida e mudanças tão rápidas trouxeram um desequilíbrio a favor dos produtores e do investimento estatal em relação aos consumidores privados. Estes desequilíbrios, combinados com um sistema financeiro atrasado relativamente aos padrões ocidentais e uma dívida que em 2019 alcançou 286% do PIB (Governo, empresas e famílias) faziam antever uma vulnerabilidade da economia chinesa. No entanto, frente ao choque da pandemia de 2020, a realidade foi muito diferente.

Os acontecimentos singulares de 2020 não fizeram outra coisa senão confirmar que a China está mais perto do que poderia parecer de recuperar a sua primazia económica de outrora. Uma primeira evidência disto é o sucesso estrondoso na luta contra a pandemia graças a restrições severas de mobilidade, acompanhamento de contactos e testes em massa (por exemplo, após terem sido detetados 12 casos em Qingdao em outubro, foram feitos testes a 9 milhões de pessoas apenas em cinco dias). O sucesso da China destaca-se ainda mais se o compararmos com as potências ocidentais. De um total de 219 países, em meados de dezembro apenas oito tinham menos que os três mortos por cada milhão de pessoas da China: três países na Ásia, dois na África e três ilhas do Pacífico. Inclusivamente com as dúvidas que a opacidade das informações provenientes da China gera, este dado é impressionantemente menor que os 732 da Zona Euro, os 943 dos EUA, os 1.039 da Espanha ou os 1.101 da Itália³.

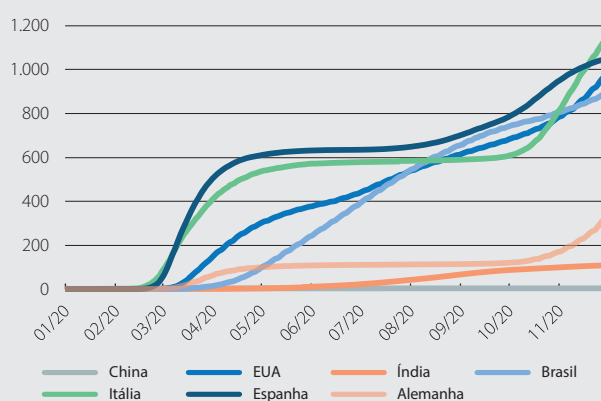
1. Ver Maddison, A. (2006). «The World Economy», OCDE. <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2020>.

2. Em paridade de poder de compra.

3. Ver www.worldometer.com.

China: óbitos por COVID-19 acumulados por milhão *

Número de pessoas falecidas



Nota: * Dados até 21 de dezembro.

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

China: previsão do PIB relativamente ao nível anterior à pandemia *

PIB em 2021 (100 = 2019)



Nota: * Zonas geográficas selecionadas, tomando o crescimento composto em 2020 e 2021.

Fonte: BPI Research, a partir de previsões próprias e do FMI.

A segunda evidência é a sólida recuperação da economia chinesa, que confirma a primeira, o sucesso na luta da pandemia, dado que se assim não fosse, a recuperação económica não teria sido possível. A China espera ver crescer a sua economia 2,0% neste ano da pandemia, tornando-a na única grande economia que terminará 2020 em terreno positivo. Além disso, as projeções a médio prazo sugerem que, com um crescimento previsto de 8%, em 2021 a economia chinesa se situará 10% acima do

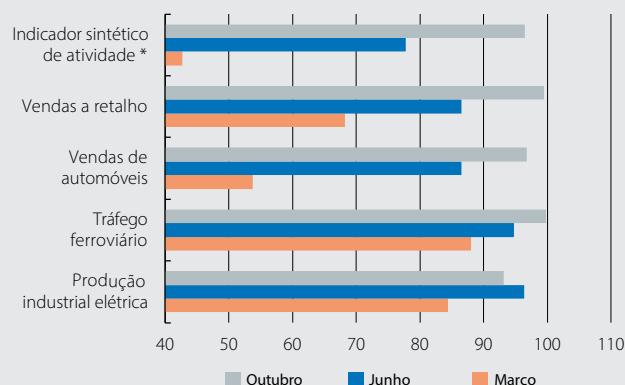
nível anterior à pandemia, enquanto os EUA andarão em torno do limiar do nível pré-pandemia e a Zona Euro e a maior parte das economias avançadas continuarão entre 1,5% e 3,5% abaixo do nível anterior à pandemia, sendo que o bloco de economias emergentes apenas o superará em 3%. De facto, em 2020 a economia chinesa é já a maior economia do mundo (acima dos 16% dos EUA)⁴.

Recuperação que se está a operar desde o 2T é além disso uma recuperação generalizada. Por um lado, os agregados macroeconómicos e o nosso indicador sintético de atividade mostram um crescimento robusto do investimento, do consumo e do setor externo. Por outro lado, também é possível observar a recuperação em todas as componentes do nosso índice de atividade sintético, que sugere que a atividade manteve um ritmo de crescimento próximo dos 6% no 4T 2020⁵. Neste sentido, embora no princípio parecia que se iria repetir o velho padrão e que a recuperação era impulsionada pelo investimento estatal e pela indústria (que é uma parte importante do indicador de atividade), no final do verão as vendas a retalho de consumo e a venda de automóveis, que também possuem um peso significativo no nosso indicador, começaram a melhorar continuamente, dando solidez à recuperação. Isto, juntamente com o comportamento positivo do emprego, permite um relaxamento dos estímulos fiscais que, desta vez, foram menores que em 2008 em grande parte devido ao problema da dívida. Além disso, as exportações também cresceram significativamente, embora isto se deva enquadrar mais numa recuperação generalizada dos fluxos comerciais. Além disso, a mobilidade praticamente recuperou os níveis anteriores à crise, o tráfego aéreo doméstico apresenta também um volume de atividade semelhante ao anterior à pandemia e os restaurantes e cinemas voltaram praticamente à normalidade, mostra de uma normalização nas relações sociais.

Este crescimento da China deverá ter um efeito dinamizador na economia global. Em primeiro lugar, está o efeito que a economia chinesa exerce no comércio global. As exportações da Europa e da América Latina para a China cresceram fortemente desde junho e superaram claramente os níveis de 2018, enquanto as exportações da América do Norte e da África para o país do meio continuam por baixo. Um segundo efeito do crescimento chinês sobre o comércio global é o aumento do preço das matérias-primas, das quais a China é o maior cliente mundial, o qual terá efeitos positivos indubitáveis para as economias emergentes que são os produtores de matérias-primas por excelência. Assim, embora em março todas as matérias-primas tenham tido descidas significativas, em novembro o índice do FMI de preços das matérias-primas

China: indicadores de atividade

Níveis (100 = dezembro 2019)



Nota: * Crescimento homólogo do PIB de acordo com o indicador sintético para o 2T, 3T e 4T, respetivamente, ajustado.

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

ex-petróleo mostrava uma subida de 12,5% relativamente ao nível de dezembro de 2019. Da mesma maneira, o cobre, o ferro, o níquel e o alumínio valorizaram 16%, 36%, 14% e 9%, respetivamente.

E o que é que acontece com os desequilíbrios da economia chinesa? Apesar destes sucessos recentes, os desequilíbrios continuam. O peso do consumo no PIB, com a exceção do hiato da pandemia, continua ligeiramente abaixo dos 40% quando em muitas economias avançadas supera os 60%. Além disso, a supervisão independente das instituições financeiras continua a ser pouco rigorosa. Conscientes disto, as autoridades suspenderam a licença da maior agência de *ratings* local e retiraram o seu apoio a devedores de baixa qualidade, o que provocou um aumento dos incumprimentos e turbulência nos mercados de obrigações. Por outro lado, o atraso tecnológico continua em determinadas áreas como os semicondutores e será difícil para muitas empresas chinesas enfrentar a separação comercial com os EUA. A diferença relativamente a épocas passadas é o facto de existir uma consciência que estes desequilíbrios deverão ser resolvidos. Assim, no XIX Congresso do Partido Comunista colocava-se pela primeira vez uma maior ênfase na qualidade do que na quantidade do crescimento, dando primazia ao consumo privado e às exportações de elevado valor acrescentado (a denominada «dupla circulação»), tendo sido anunciado em novembro um pacote de medidas antimonopólio e uma maior restrição às dívidas de má qualidade⁶.

O futuro não está escrito mas em 2020 a China deu passos significativos para voltar a ser a primeira economia mundial, como foi apanágio no passado.

4. Em paridade de poder de compra. Em dólares correntes, o peso da China é de 16,8% do total mundial, inferior aos 24,4% dos EUA.

5. Apresentamos pela primeira vez este índice no artigo «O crescimento económico da China à lupa: passado, presente e futuro» na IM02/2018.

6. Este contexto de foco na qualidade do crescimento ajuda a entender o aumento de incumprimentos observado nos últimos meses no mercado de obrigações de empresas, tolerado por autoridades que, com a recuperação económica resolvida, voltam a retomar o processo de saneamento financeiro.

O consumo apoiará a recuperação norte-americana em 2021?

- Apesar da pandemia, o rendimento disponível das famílias norte-americanas não só aguentou formidavelmente bem, como também aumentou significativamente graças ao forte apoio da política fiscal. Isto resultou num aumento sem precedentes da taxa de poupança das famílias, que estimulará o consumo em 2021, quando se prevê que a reativação económica seja mais sustentada.
- O novo pacote fiscal aprovado no final de dezembro pelo valor de 0,9 biliões de dólares poderá também pressupor um estímulo extra ao consumo em 2021, especialmente porque cerca de um terço será destinado a ajudas diretas aos cidadãos.

Face ao anúncio de um novo e substancial pacote fiscal de ajudas contra a pandemia, de 0,9 biliões de dólares (cerca de 4% do PIB) e após o forte aumento da taxa de poupança dos norte-americanos em 2020, questionamos se o consumo das famílias nos surpreenderá positivamente em 2021.

O que se passou em 2020: queda brusca do consumo e aumento sólido do rendimento e da taxa de poupança

Nos meses de confinamento duro o consumo caiu bruscamente, em parte como consequência da perda de trabalho de muitos cidadãos mas também devido ao encerramento da maior parte das atividades de lazer e recreio (ver o primeiro gráfico).

No entanto, neste contexto de numerosos despedimentos, o rendimento disponível das famílias não só aguentou extraordinariamente bem, como também aumentou de forma significativa graças ao forte apoio fiscal em forma de transferências diretas de dinheiro para as famílias. Nas várias medidas que foram levadas a cabo, destaque para o aumento da prestação por desemprego em 600 dólares semanais e a distribuição de um cheque de 1.200 dólares a cerca de 150 milhões de cidadãos (ver o segundo gráfico).

Consequentemente, a forte queda no consumo e a sólida resistência dos rendimentos face à dimensão dos pacotes fiscais levou a um aumento sem precedentes da taxa de poupança das famílias norte-americanas. Além disso, trata-se de um aumento superior ao ocorrido noutras regiões avançadas: cerca de 18 pontos entre finais de 2019 e o 2T 2020, em comparação com os 10 pontos no caso da Zona Euro.

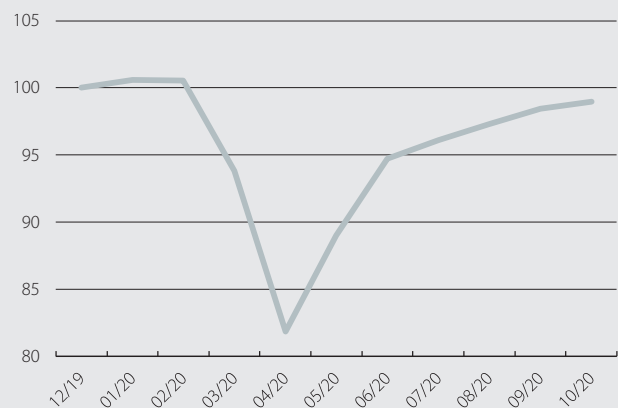
Embora a taxa de poupança das famílias norte-americanas tenha diminuído desde o pico alcançado na primavera, ela ainda se situa 6 pontos acima dos seus registos habituais. Neste sentido, cabe perguntar se em 2021 o consumo dos americanos nos poderá surpreender positivamente e apoiar de uma forma mais decidida a recuperação da sua economia.

O que 2021 poderá trazer: mais consumo, sim, mas poupança também

Na medida em que esta poupança acumulada em 2020 é uma poupança «enjaulada» devido às restrições à atividade

EUA: despesa em consumo pessoal

Nível (100 = dezembro 2019) *

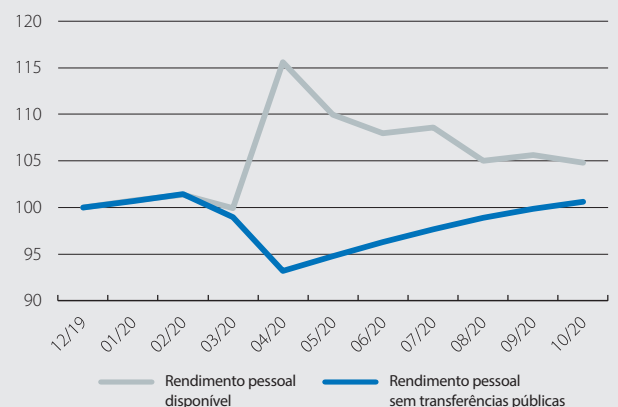


Nota: * Em termos nominais.

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

EUA: rendimento das famílias

Nível (100 = dezembro 2019) *



Nota: * Em termos reais.

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

de e à mobilidade, é provável que ela ajude a estimular o consumo em 2021, quando se prevê que, à mercê dos avanços médicos, a reativação da economia seja mais sustentada e dinâmica. No entanto, este fator de impulso poderá ser influenciado por dois elementos: a elevada incerteza do ambiente económico e a propensão ao consumo daqueles que armazenaram mais poupanças. Em primeiro lugar, existem evidências que uma parte importante da poupança acumulada corresponde a razões de

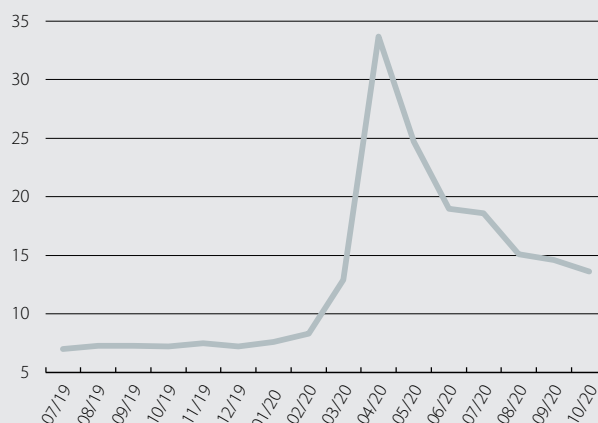
precaução, ou seja, ao desejo de reduzir o consumo para acumular reservas de poupança perante perspectivas de trabalho e económicas incertas. Especificamente, de acordo com um estudo da Fed do Kansas¹, cerca de um terço do aumento da poupança deve-se a estas razões de precaução, um fator que, além disso, costuma ser persistente nas fases iniciais das recuperações económicas. Em segundo lugar, não dispomos de dados concretos sobre que grupos da população norte-americana acumularam mais poupanças. No entanto, no Reino Unido, um estudo do Banco de Inglaterra² mostra que a acumulação da poupança se concentrou nas famílias com mais rendimentos e menores dificuldades financeiras, um grupo que possui menores propensões ao consumo. É possível que este também seja o caso dos EUA, dado que as famílias norte-americanas com mais recursos são também as que menos sofreram em termos de perda de emprego e de rendimentos.

Por outro lado, o novo pacote fiscal aprovado no final de dezembro pelo valor de 0,9 biliões de dólares pode pressupor um estímulo extra ao consumo em 2021. Especialmente porque cerca de um terço se destinará a ajudas diretas aos cidadãos. Entre estas, destaque para o prolongamento do aumento da prestação por desemprego até meados de março (agora de 300 dólares semanais) e a aprovação de um novo cheque de estímulo económico, no valor de 600 dólares por pessoa.

Em ambos os casos tratam-se de medidas de despesa direta menores que as aprovadas sob as anteriores leis CARES e HEROES³. Além disso, a experiência com estas medidas diz-nos que uma parte significativa dos cheques acabou por não ser utilizada para o consumo: de acordo com um inquérito efetuado por investigadores das universidades do Texas, Chicago e da Califórnia, 40% das famílias gastaram todos os seus cheques, mas 20% guardaram-nos, 20% destinaram todo o dinheiro para pagar dívidas e os 20% restantes destinaram-nos a usos diversos⁴.

Não obstante, a recuperação do mercado de trabalho ocorrido nos últimos meses (taxa de desemprego de 6,7% em novembro de 2020, em relação aos 14,7% em abril de 2020) torna menos necessárias ajudas fiscais tão grandes (nem tão discricionárias) como as ajudas do passado, pelo que o novo pacote poderá ser mais propenso a gerar

EUA: taxa de poupança das famílias (% do rendimento pessoal disponível)



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

aumentos do consumo apesar da sua menor dotação. Especificamente, estimamos que a contribuição para o crescimento do PIB se poderá aproximar a 1%⁵. Um número ligeiramente maior do que o por nós previsto no BPI Research, pois não esperávamos um novo cheque estímulo, mas sim outras formas de ajuda menos diretas. Isto, aliado ao impulso de parte da poupança «enjaulada», poderá favorecer um crescimento da economia norte-americana ligeiramente superior ao previsto atualmente, sempre que o controlo da pandemia o permita.

1. Ver Smith, A. L. (2020). «Why Are Americans Saving So Much of Their Income?». Blogue da Reserva Federal do Kansas.

2. «How has Covid affected household savings?», entrada no blogue do Banco de Inglaterra de 25 de novembro de 2020.

3. Os valores são a metade dos aprovados nas primeiras rondas de ajudas contra a pandemia.

4. Ver Coibion, O., Gorodnichenko, Y. e Weber, M. (2020). «How Did US Consumers Use Their Stimulus Payments?». N.º w27693. National Bureau of Economic Research.

5. Tomamos os multiplicadores estimados pelo Congressional Budget Office em referência ao efeito do CARES Act do subsídio adicional por desemprego e do cheque de estímulo: 0,67 e 0,60, respetivamente.

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

ESTADOS UNIDOS

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Atividade									
PIB real	3,0	2,2	2,3	0,3	-9,0	-2,8	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,7	3,9	4,0	3,1	-4,9	5,3	6,8	6,4	5,9
Confiança do consumidor (valor)	130,1	128,3	127,0	127,3	90,0	93,1	101,3	101,4	92,9
Produção industrial	3,9	0,9	-0,7	-1,9	-14,2	-6,5	-6,3	-5,0	-5,5
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	58,9	51,2	48,1	50,0	45,7	55,2	55,4	59,3	57,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.248	1.295	1.433	1.484	1.079	1.432	1.437	1.528	1.547
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	211	217	219	222	223	228	232	235	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,9	3,7	3,5	3,8	13,0	8,8	7,9	6,9	6,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,4	60,8	61,0	60,8	52,9	56,1	56,6	57,4	57,3
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,2	-2,7	-2,7	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,4	1,8	2,0	2,1	0,4	1,2	1,4	1,2	1,2
Taxa de inflação subjacente	2,1	2,2	2,3	2,2	1,3	1,7	1,7	1,6	1,6

JAPÃO

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Atividade									
PIB real	0,6	0,3	-1,0	-2,1	-10,3	-5,7	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	43,6	38,9	38,1	36,0	24,7	30,5	32,7	33,6	33,7
Produção industrial	1,0	-2,7	-6,7	-4,3	-20,5	-12,6	-10,6	-3,2	-2,6
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	20,8	6,0	0,0	-8,0	-34,0	-27,0	-	-	-10,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,4	2,3	2,4	2,8	3,0	3,0	3,1	2,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Preços									
Taxa de inflação geral	1,0	0,5	0,5	0,5	0,1	0,2	0,1	-0,4	-1,0
Taxa de inflação subjacente	0,3	0,6	0,7	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,3

CHINA

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Atividade									
PIB real	6,7	6,1	6,0	-6,8	3,2	4,9	-	-	-
Vendas a retalho	9,0	8,1	7,7	-18,2	-4,0	0,9	3,3	4,3	5,0
Produção industrial	6,2	5,8	5,9	-7,3	4,4	5,8	6,9	6,9	7,0
PMI indústrias (oficial)	50,9	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,5	51,4	52,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	352	421	421	361	412	453	453	469	507
Exportações	9,9	0,5	1,9	-13,4	0,1	8,8	9,9	11,4	21,1
Importações	15,8	-2,7	3,4	-3,0	-9,7	3,2	13,2	4,7	4,6
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,9	4,3	5,0	2,7	2,3	1,7	0,5	-0,5
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	7,0	7,0	7,1	6,9	6,8	6,7	6,6

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	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,6	2,4	2,1	-1,2	-6,9	2,3	2,5	4,3	...
Produção industrial (variação homóloga)	0,7	-1,3	-2,1	-5,8	-20,2	-6,6	-6,3	-3,8	...
Confiança do consumidor	-4,9	-7,1	-7,6	-8,8	-18,5	-14,5	-13,9	-15,5	-17,6
Sentimento económico	111,5	103,1	100,6	100,0	69,4	86,9	90,9	91,1	87,6
PMI indústrias	55,0	47,4	46,4	47,2	40,1	52,4	53,7	54,8	53,8
PMI serviços	54,5	52,7	52,3	43,8	30,3	51,1	48,0	46,9	41,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,6	1,2	1,0	0,4	-3,0	-2,1	-	-	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,2	7,6	7,4	7,3	7,6	8,6	8,5	8,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,1	3,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	...
França (% pop. ativa)	9,0	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,6	...
Itália (% pop. ativa)	10,6	9,9	9,5	9,2	8,5	9,8	9,7	9,8	...
PIB real (variação homóloga)	...	...	1,0	-3,2	-14,7	-4,3	-	-	...
Alemanha (variação homóloga)	1,3	0,6	0,4	-2,1	-11,2	-4,0	-	-	...
França (variação homóloga)	1,8	1,5	0,8	-5,7	-18,9	-3,9	-	-	...
Itália (variação homóloga)	0,8	0,3	0,1	-5,6	-18,0	-5,0	-	-	...

Preços

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Inflação geral	1,8	1,2	1,0	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Inflação subjacente	1,0	1,0	1,2	1,1	0,9	0,6	0,2	0,2	0,3

Setor externo

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Balança corrente	3,0	2,4	2,4	2,1	2,3	...	...	...	...
Alemanha	7,4	7,1	7,1	7,1	6,8	...	...	...	...
França	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-1,3	...	...	...	...
Itália	2,5	3,0	3,0	3,2	2,9	...	...	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	95,1	92,4	91,4	91,2	93,4	95,6	95,9	95,7	95,0

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	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,9	3,8	3,5	3,9	7,0	7,1	7,1	6,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,0	3,4	3,5	3,6	3,0	3,0	3,1	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3	1,2	1,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	7,9	8,0	8,7	9,3	12,9	14,1	14,4	14,3	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,5	0,3	0,3	-0,2	0,4	1,0	1,4	1,4	...
Instrumentos negociáveis	-4,2	-1,9	-3,3	3,9	7,1	10,2	11,9	14,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	...

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

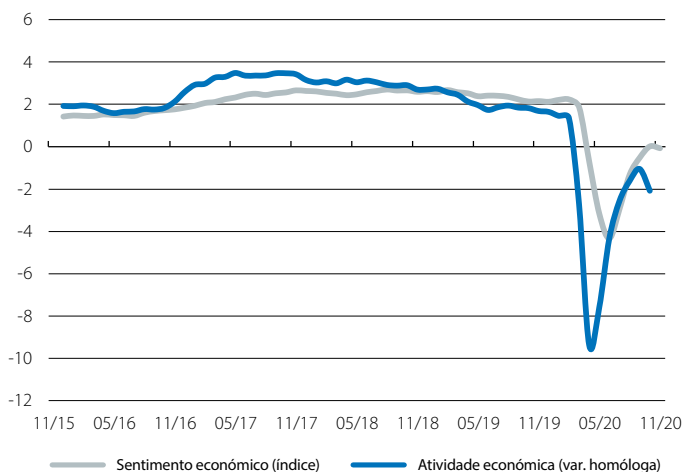
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

Portugal enfrenta um ano de 2021 de recuperação

A recuperação nacional foi interrompida temporariamente no 4T. A maioria dos indicadores sugere que a atividade portuguesa contraiu no último trimestre do ano, embora de maneira muito mais moderada que na primavera. Por um lado, a mobilidade reduziu-se novamente devido às restrições impostas para combater a segunda vaga de infeções tendo-se, no conjunto do 4T, situado em níveis idênticos aos níveis do início do verão. Por outro lado, os indicadores disponíveis do sentimento económico e da atividade também caíram ligeiramente ao longo de outubro e novembro. Especificamente, a despesa com cartões registou uma queda de 9,3% homólogo em novembro, enquanto a produção industrial e o volume de negócios dos serviços passaram de +0,4% e -0,4% homólogo em outubro para contrações em novembro de -3,6% e -5,1% homólogo, respetivamente. Contudo, estas descidas são muito mais contidas que as quedas da primavera e, embora sugerindo uma nova contração do PIB, indicam também que a mesma será muito mais contida que a sofrida no 2T (prevemos uma descida em cadeia de cerca de -2,5%). Embora o ambiente vá continuar a ser muito exigente nas primeiras fases de 2021 (tudo indica que após a época natalícia as restrições vão continuar a condicionar a atividade), nos próximos trimestres o progresso no processo de vacinação, a melhoria da confiança e o apoio das políticas internas, europeias e do BCE favorecerão uma recuperação mais sustentada, pelo que no conjunto de 2021 projetamos um crescimento do PIB de cerca de 5%.

O mercado de trabalho resiste melhor à pandemia. Em 2020 a taxa de desemprego alcançou níveis muito mais contidos que os sofridos na crise da dívida soberana (quando atingiu um máximo de 17% no início de 2013). Desta vez, após aumentar para 8,1% em agosto, a taxa de desemprego caiu paulatinamente no decorrer do outono (7,5% em outubro, último dado disponível). Além disso, embora em novembro o número de desempregados registados nos centros de emprego tenha superado os 398.000 pessoas, mais 26,2% que em fevereiro, o número fica longe das mais de 700.000 pessoas registadas na crise anterior. Esta melhor capacidade de resistência reflete a forte implementação de programas de ajustamento temporário do emprego. Neste sentido, os dados de novembro revelam uma redução de 17,4% em termos de variação mensal nos trabalhadores ao abrigo do esquema «tradicional» destes programas, embora continuem acima do nível registado em fevereiro (+5.334 pessoas). Apesar da resistência dos dados do mercado de trabalho, a elevada incerteza que rodeia o ambiente económico fez com que o Governo prolongasse algumas das medidas atualmente em vigor para o primeiro semestre de 2021, como os programas para facilitar uma reativação progressiva da ocupação das empresas.

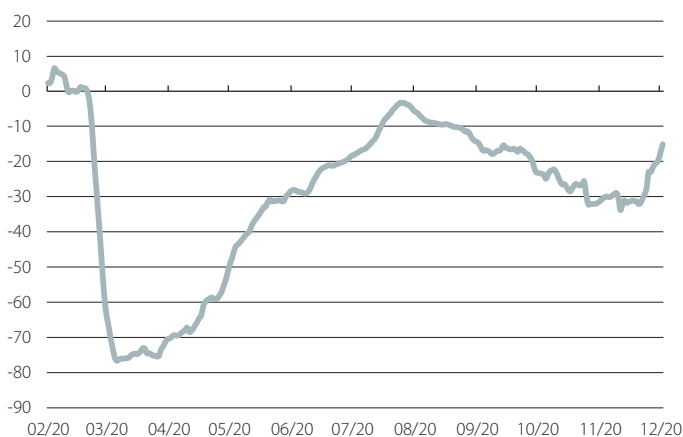
Portugal: indicadores de sentimento e de atividade (%)



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

Portugal: mobilidade no comércio e no lazer

Variação relativamente ao nível base (%) *

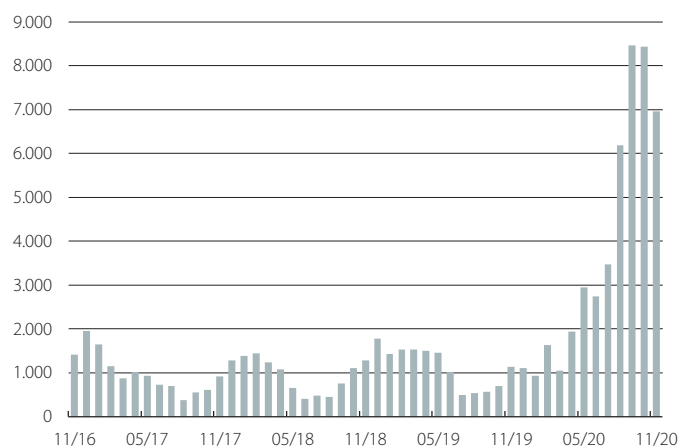


Notas: Dados em média móvel de 7 dias. * O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro de 2020.

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

Portugal: trabalhadores ao abrigo do esquema tradicional de «Lay-off» de ajustamento temporário de emprego

(Número de pessoas)



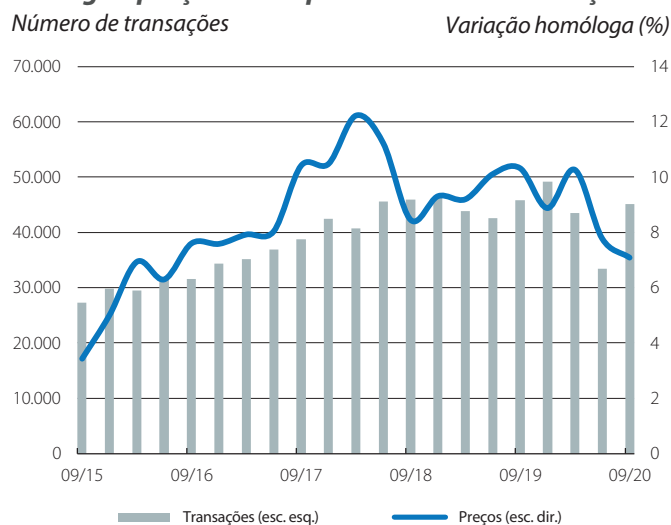
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Segurança Social.

A inércia do mercado imobiliário atrasa o impacto da pandemia. No 3T 2020, o índice de preços da habitação aumentou 7,1% homólogo (7,8% no 2T e 10,3% no 1T) e 0,5% em cadeia. Além disso, as compras e vendas aumentaram para 45.136 habitações (+35,1% em comparação com o 2T mas -1,5% homólogo), um valor semelhante aos registos anteriores à pandemia. Em parte esta resistência é explicada pela própria inércia do mercado imobiliário, embora o setor tenha também contado com o apoio de taxas de juro baixas (com impacto direto na procura de crédito à habitação) e com o efeito estabilizador das políticas económicas de apoio do Governo para minimizar os efeitos adversos da pandemia (por exemplo, através dos programas de ajustamento temporário do emprego e das moratórias de crédito). No entanto, é de esperar que o impacto da pandemia termine por facilitar uma descida dos preços ao longo de 2021. Além disso, a restrição dos «vistos gold» a partir de junho de 2021 pesará também na procura de habitação por parte dos estrangeiros nas grandes áreas metropolitanas de Portugal.

A COVID-19 mantém a pressão sobre as contas públicas. O saldo orçamental alcançou -4,9% do PIB no conjunto dos primeiros três trimestres de 2020. Esta deterioração relativamente ao ligeiro superavit com o qual encerrou 2019 reflete uma queda considerável das receitas (-6,7% homólogo) e um aumento da despesa (+6,1%), que evidenciam o impacto das medidas de apoio às famílias e empresas (como o aumento das prestações sociais e os subsídios, que no seu conjunto aumentaram quase 8% homólogo, ou o apoio do Estado à TAP, com 1.200 milhões de euros). Além disso, a luta contra a pandemia refletiu-se no aumento do rácio da dívida pública para 134% do PIB em outubro. Em 2021, a recuperação da atividade favorecerá uma redução do rácio da dívida pública, mas num ambiente no qual a pandemia continuará a afetar o desempenho da economia, as contas públicas permanecerão condicionadas nos trimestres seguintes.

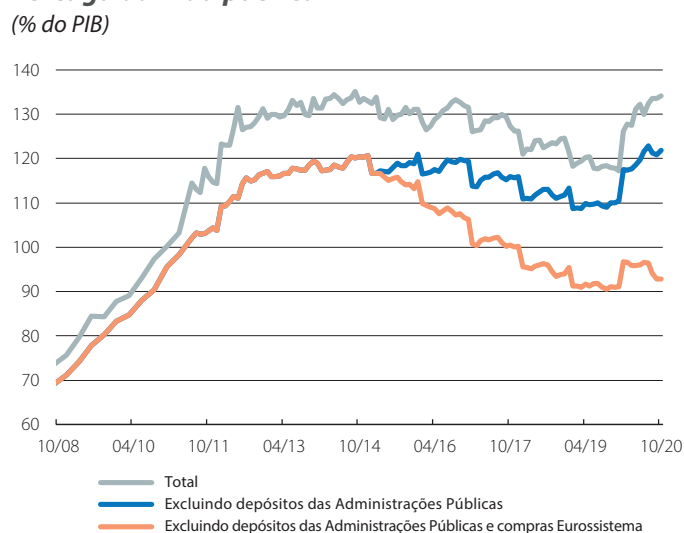
A capacidade de financiamento externo da economia diminuiu para 0% do PIB no 3T (acumulado de quatro trimestres, -0,9 p.p. relativamente ao 2T). Esta diminuição reflete o aumento das necessidades de financiamento do setor público como consequência da pandemia, dado que os restantes setores aumentaram a sua poupança. Por exemplo, a capacidade de financiamento das famílias aumentou para 4,3% do PIB e a sua taxa de poupança para 10,8% do rendimento disponível, mais 3 décimas que no 2T. Também as empresas viram como a taxa de poupança aumentava 4 décimas, para 9,1% do PIB, enquanto o seu endividamento alcançou 128,6% do PIB em setembro (+1,3 p.p. que em junho e +3,7 p.p. que há um ano).

Portugal: preço de compra e venda da habitação



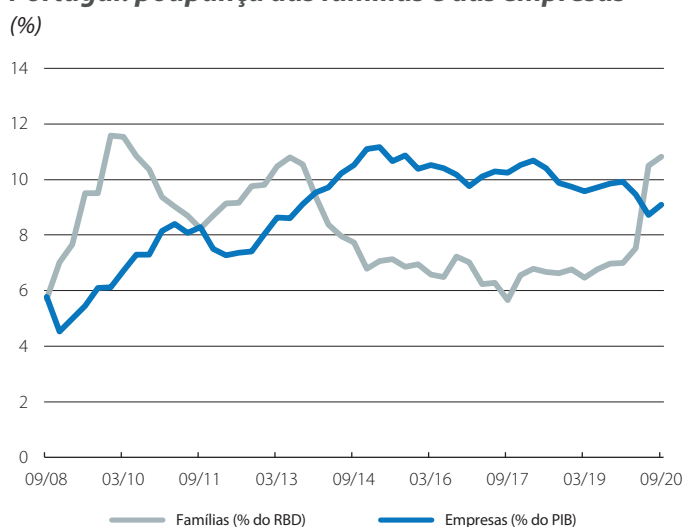
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

Portugal: dívida pública



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

Portugal: poupança das famílias e das empresas



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

As moratórias, as garantias e os bancos

- O sistema bancário português tem uma posição financeira razoavelmente resiliente para enfrentar a crise e contribuir para a recuperação.
- A qualidade do crédito constitui um grande desafio no futuro, especialmente se as moratórias expirarem e os empréstimos garantidos começarem a vencer antes de uma forte recuperação se estabelecer.

O sistema financeiro português enfrenta a crise COVID-19 numa posição mais resiliente e com mais espaço de manobra para lidar com períodos de stress, como é visível na primeira tabela. Vários elementos positivos se destacam: (i) Os indicadores de solvabilidade e de liquidez superam os da União Europeia. (ii) Os rácios de rentabilidade evoluíram favoravelmente, a margem financeira está estável, apesar das taxas de juro estarem em mínimos, e de em Portugal não se aplicarem taxas de juro negativas aos depósitos. (iii) Os rácios de incumprimento continuam longe dos da média europeia, mas nos anos anteriores à pandemia evoluíram muito favoravelmente. (iv) Os níveis

de cobertura de *non-performing loans* por imparidades superam os níveis europeus.

Todavia, no contexto da severa contração económica desencadeada pelo COVID-19, a qualidade do crédito constitui um grande desafio para o setor no futuro, especialmente se as moratórias e as garantias de crédito expirarem antes de uma forte recuperação ocorrer.

O papel das moratórias...

A principal finalidade das moratórias de crédito¹ é mitigar temporariamente tensões de liquidez provocadas pela

Indicadores do sistema bancário (%)

	2011	2014	2016	2T 2020	União Europeia
Eficiencia					
<i>Cost-to-income</i>	61,7	65,2	59,4	61,0	66,7
Rentabilidade					
ROE	-0,2	-1,2	-0,3	0,1	0,0
Margem financeira	1,5	1,3	1,5	1,5	1,3
Qualidade dos ativos					
<i>Non-performing loans</i> ¹					
Setor privado	7,5	11,9	17,5	6,6	2,9
Habituação	5,0	5,9	7,0	2,2	2,7
Consumo	13,3	17,0	16,2	8,6	
ENF	9,7	19,0	29,5	11,1	5,1
Rácio cobertura NPL ¹	56,8	64,0	45,3	53,1	45,3
Custo do risco de crédito	1,2	2,4	1,8	0,9	0,9
Solvabilidade					
CET 1	8,7	10,5	11,4	14,6	14,7
Rácio de alavancagem total	—	—	6,6	7,6	5,1
Liquidez					
Rácio de transformação (LtD)	135,0	102,0	95,5	84,6	116,1
Rácio de cobertura de liquidez (LCR)	—	—	150,8	256,6	165,7

Notas: 1. Quebra de série em 2015.

Comparação entre rácios em Portugal e UE meramente indicativa, pois existem algumas diferenças técnicas nos cálculos.

Fontes: Banco de Portugal e EBA.

1. As moratórias públicas vigoram até 30 de setembro de 2021; o prazo de adesão termina a 31 de março de 2021 e aplicam-se a famílias e empresas com situação tributária regularizada. A situação financeira das empresas deve obedecer a determinadas regras, podendo solicitar a prorrogação ou suspensão do pagamento de capital, juros e garantias assumidos até 27 de março de 2020. No caso das famílias afetadas pela pandemia as moratórias abrangem créditos garantidos por hipoteca e destinados a financiar serviços de educação. As moratórias privadas adotadas pelos bancos abrangem contratos de crédito que não beneficiam da moratória pública, como crédito pessoal, automóvel e cartões de crédito. Resumidamente, as condições de acesso às moratórias são, no caso das famílias: não ter crédito malparado, situação fiscal regularizada, não estar em processo de insolvência, ter a situação familiar alterada por causa da pandemia. Empresas: não ter crédito em incumprimentos a 18/03/2020; irregularidades perante o fisco não excedam os 5 mil euros, estejam em situação de regularização ou com pedido de regularização em 09/2020.

suspensão ou redução de rendimentos recebidos por empresas e famílias e fornecem proteção aos credores na materialização de eventuais situações de incumprimento. Em Portugal as moratórias estabelecem que – até setembro de 2021 – famílias e empresas não pagam as prestações dos seus empréstimos sem que isso implique que o crédito seja classificado como malparado, adiando a maturidade do empréstimo no número de meses em que o devedor beneficiou da moratória, contribuindo para a estabilização dos rácios de incumprimento ou até para a sua diminuição.

Como se vê na segunda tabela, em setembro as moratórias abrangiam 17,3% do crédito das famílias e 32,0% do das empresas. O montante total de crédito sob moratória era de 45 mil milhões de euros (mme), aproximadamente 23% do *stock* de crédito concedido ao setor privado e do PIB. Adicionalmente, o Banco de Portugal estima que as prestações acumuladas até setembro 2021 ascendem a 13 mme: 2 mme no caso das famílias e 11 mme no caso das empresas.

De facto, Portugal surge como o terceiro país da zona euro que até junho mais recorreu às moratórias (22,2% do crédito total, segundo a EBA,² consideravelmente acima da média europeia de 7,5%), o que se explica pela combinação dos vários fatores: i) ainda elevado endividamento (nas famílias é 66% do PIB em Portugal vs 60% na zona euro e nas empresas 101,4% vs 115% na UEM, segundo o Eurostat); ii) baixa taxa de poupança; e, sobretudo iii) o facto do setor do turismo, com grande peso no PIB, ter sido um dos mais afetados.

As moratórias de crédito à habitação são particularmente significativas (cerca de 40% do crédito ao setor privado sujeito a moratória e 84% do crédito a particulares com moratória é crédito à habitação). Contudo, há fatores que mitigam esta preocupação, nomeadamente o facto do nível do incumprimento no crédito à habitação ser historicamente muito baixo, evidenciando o forte compromisso das famílias em honrar as dívidas relacionadas com a casa. Acresce que em 2021 esperamos que o desemprego agrave um pouco mais de 1 p. p., cenário que seria compatível com um agravamento contido dos níveis de incumprimento em torno de 0,08 p. p. (segundo relação histórica), um valor relativamente pequeno comparando com a grande melhoria observada nos últimos anos.

Por outro lado, Portugal está entre os países em que é mais baixa a percentagem de empréstimos a que foram aplicadas moratórias e cujo risco piorou (figura 3), sugerindo que o eventual aumento futuro do incumprimento será contido.

2. EBA, thematic note, First evidence on the use of moratoria and public guarantees in the EU banking sector, novembro 2020.

Moratórias e linhas de crédito com garantia do Estado

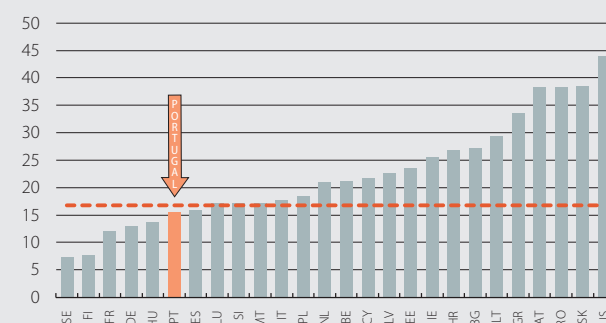
	Milhões de euros	% do stock de crédito respetivo
Moratórias		
Particulares - Total	21.272	17,3
Habitação	17.952	18,5
Consumo	3.320	17,2
ENF - Total	23.237	32,0
Alojamento e restauração	2.972	50,0
Consultoria e Indústria	6.133	30,0
Construção	1.581	25,0
Comércio	2.866	24,0
Transportes	1.075	22,0
Empréstimos com garantia concedidos a ENF entre março e setembro		
Total dos novos créditos	7.029	40,0
dos quais:		
aos setores mais afetados ¹	4.147	59,0
a PMEs	3.093	44,0
a Grandes empresas	1.195	17,0

Nota: 1. Alojamento, restauração, comércio, transportes, armazenagem, ativ. artísticas, espetáculos, recreativas e indústria.

Fonte: BPI Research com base no Banco de Portugal.

Empréstimos classificados como stage 2*

(% dos empréstimos com moratória não vencida)



Nota: * Empréstimos que observam degradação significativa do nível de risco de crédito desde que iniciaram.

Fonte: EBA.

...e o das garantias

Outro importante instrumento para amortecer o impacto da COVID-19 são as linhas de crédito com garantia do estado.³ O objetivo é manter o fluxo de empréstimos para a economia real num momento em que a qualidade da procura de crédito se deteriorou devido ao impacto económico da pandemia. Em geral, visam pequenas e médias empresas, microempresas e trabalhadores independentes sem acesso a outra fonte de financiamento

3. A garantia do estado vai até 90% no caso das micro e pequenas empresas e até 80% no caso das médias empresas, Small Mid Cap e Mid Cap2. São concedidas a empresas financeiramente viáveis no período pré-covid, devem ter capitais próprios positivos, situação tributária e financeira regularizada e mais de 2 anos de existência. O prazo destes empréstimos pode ir até 6 anos e beneficiam de um período de carência de 18 meses.

para além do crédito bancário. Em Portugal, estas linhas de crédito com garantia do estado representaram, entre março e setembro de 2020, cerca de 40% dos empréstimos concedidos a empresas, ou seja 7 mme, concentrados nas pequenas e médias empresas dos setores mais afetados.⁴

Apesar dos riscos relacionados com a concessão de crédito a empresas em situação de maior debilidade, é importante ter presente que o Banco de Portugal refere que os requisitos subjacentes à sua concessão refletem-se no facto destes terem uma avaliação do risco um pouco melhor do que a dos restantes empréstimos. Por outro lado, o facto destas empresas beneficiarem de um período de carência de 18 meses sugere que o início de pagamento dos empréstimos obtidos não acontecerá antes do final de setembro de 2021, altura em que se antecipa que as empresas já estejam a retomar a sua atividade de uma forma regular. Adicionalmente, o facto destes empréstimos terem, maioritariamente, prazo superior a 5 anos também limita potenciais situações de stress financeiro para as empresas.⁵

4. Alojamento e restauração, comércio, transportes e armazenagem, atividades artísticas, de espetáculos e recreativas e, em menor medida, da indústria transformadora.

5. Segundo a EBA 47,2% dos empréstimos tem maturidade superior a 5 anos e 50,9% tem maturidade entre 2 e 5 anos.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Índice coincidente para a atividade	3,0	1,0	-0,8	-3,5	-7,0	-7,7	-7,4	-6,9	-6,3
Indústria									
Índice de produção industrial	0,1	-2,2	0,4	-1,4	-23,5	-0,7	2,6	0,4	-3,6
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-4,3	-4,6	-24,8	-19,1	-14,3	-14,3	-15,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	20,3	5,9	5,9	2,1	-1,1	-1,2	-1,2	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	6,1	-0,7	-21,6	-1,5	-1,5	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	8,6	10,4	11,1	11,2	8,9	6,9	5,8	5,8	6,3
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,8	7,8	3,2	-29,7	-57,6	-57,6	-65,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	10,6	5,8	-36,9	-37,2	-27,7	-20,0	-17,0
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,4	3,7	3,0	-12,9	-2,2	0,7	-0,8	-4,7
Indicador coincidente do consumo privado	2,4	1,9	0,7	-3,5	-7,4	-7,0	-6,0	-4,6	-3,1
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-7,1	-8,6	-27,7	-26,9	-26,3	-25,5	-26,9
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,0	0,5	-0,3	-3,8	-3,0	-2,5	-2,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,7	6,7	5,6	7,8	7,9	7,5	...
PIB	2,8	2,2	2,3	-2,4	-16,4	-5,7	...	...	...

Preços

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Inflação global	1,0	0,3	0,3	0,4	-0,3	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,4	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2

Setor externo

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,2	3,6	3,6	1,5	-6,8	-7,8	-7,8	-8,7	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,3	6,0	6,0	2,8	-7,6	-12,1	-12,1	-13,7	...
Saldo corrente	0,8	-0,2	-0,2	-0,6	-0,9	-2,4	-2,4	-2,2	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,8	0,4	-1,1	-3,0	-3,0	-3,1	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	0,2	0,6	0,6	0,9	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	1,9	1,9	1,5	1,5	-0,1	-0,1	0,2	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	09/20	10/20	11/20
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	4,7	5,2	5,2	6,4	9,0	9,2	9,2	9,8	...
À vista e poupança	16,2	14,8	14,8	17,6	20,1	18,4	18,4	19,3	...
A prazo e com pré-aviso	-3,3	-2,9	-2,9	-3,2	-1,0	0,4	0,4	0,7	...
Depósitos das Adm. Públicas	-32,3	5,6	5,6	-10,4	-15,7	-13,8	-13,8	-13,9	...
TOTAL	2,7	5,2	5,2	5,7	7,9	8,2	8,2	8,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-2,1	-0,1	-0,1	0,5	0,5	2,1	2,1	2,2	...
Empresas não financeiras	-4,5	-3,7	-3,7	-2,6	1,0	4,4	4,4	4,5	...
Famílias - habitações	-1,7	-1,3	-1,3	-0,8	-0,3	0,5	0,5	0,7	...
Famílias - outros fins	4,2	16,5	16,5	15,7	2,2	2,0	2,0	1,7	...
Administrações Públicas	-12,9	-4,7	-4,7	-4,9	-9,7	-5,6	-5,6	-6,0	...
TOTAL	-2,6	-0,3	-0,3	0,2	0,1	1,8	1,8	1,9	...
Taxa de incumprimento (%)²	9,4	6,2	6,2	6,0	5,5	5,3	5,3	...	...

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

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

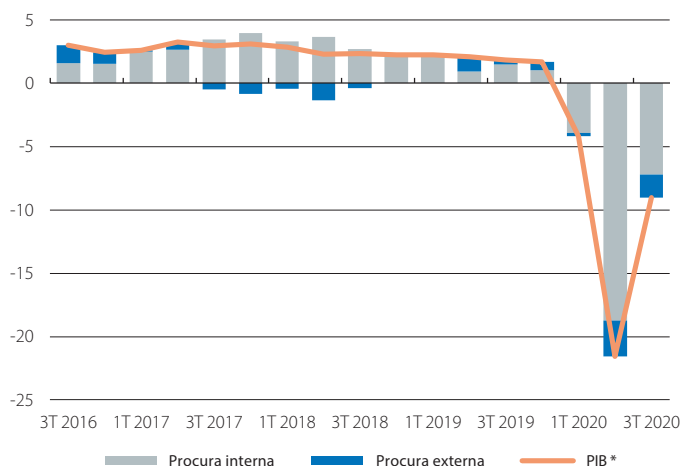
Espanha: 2021, ano de recuperação económica parcial

A economia continuará a sua recuperação em 2021. A pandemia da COVID-19 dominou o ano 2020 ao provocar uma crise de saúde e económica de enormes proporções. De acordo com as nossas projeções, a pandemia terá originado uma queda do PIB de 11,4% no conjunto de 2020, um valor fortemente afetado pela queda do 2T (-17,9% em cadeia). No entanto, a economia demonstrou também uma rápida capacidade de reativação. De acordo com as últimas estimativas do INE espanhol publicadas em dezembro, o PIB tinha recuperado 16,4% em cadeia no 3T, com o qual a queda homóloga recuperou, de uns severos -21,6% no 2T para -9,0% homólogo. Assim, embora as restrições impostas para conter a segunda vaga tenham afetado o crescimento no último trimestre do ano, espera-se que em 2021 a atividade dê continuidade à recuperação de uma forma mais sustentada, impulsionada pela pronta disponibilidade de vacinas, pelo forte suporte das políticas económicas internas e europeias e pelo ambiente financeiro acomodaticio ancorado pelo BCE. Especificamente, as nossas previsões consideram um crescimento de cerca de 6,0% em 2021 (integrando o efeito positivo dos fundos do plano de recuperação europeu Next Generation EU ou NGEU) e desenham um cenário razoavelmente semelhante ao quadro macroeconómico que o Banco de Espanha atualizou em dezembro (contração económica em 2020 entre 10,7% e 11,6% e recuperação em 2021 no intervalo de 4,2%-8,6%). Contudo, estas previsões ilustram também que a recuperação demorará algum tempo a completar-se (não projetamos um regresso aos níveis de atividade pré-COVID até 2023). Além disso, embora o processo de vacinação já iniciado deva dar resiliência à reativação económica nos próximos trimestres, a curto prazo o ambiente continua a ser muito exigente e incerto, sendo que as restrições à mobilidade necessárias para conter a pandemia continuarão a afetar a atividade no início do ano.

Os indicadores de atividade mostram um desempenho misto na segunda vaga. A produção industrial moderou a sua queda homóloga para 1,6% em outubro, uma melhoria de 1,5 p.p. relativamente ao registo do mês anterior, o que indica que as restrições à mobilidade não impediram que o setor industrial mantivesse a sua trajetória de recuperação. Pelo contrário, as restrições pesaram de forma mais acentuada no consumo em novembro, e as vendas no comércio a retalho interromperam a tendência de recuperação dos últimos meses com uma queda de 4,3% homólogo (menos 1,3 p.p. que em outubro). Esta quebra estabilizou em dezembro, de acordo com os dados da despesa total efetuada em terminais de pagamento automático (TPA) do CaixaBank, que caíram 10% homólogo e recuperaram parte do terreno perdido em novembro (-15% homólogo). O consumo de cartões espanhóis desceu 7% (-11% em novembro), destacando o desempenho positivo do *e-commerce* que, com um aumento de +14% homólogo, está a ajudar a minorar as dificuldades do consumo presencial. Por sua vez, o consumo de cartões estrangeiros continuou fraco em dezembro (-54% homólogo), embora ligeiramente menos que em novembro (-58% homólogo).

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

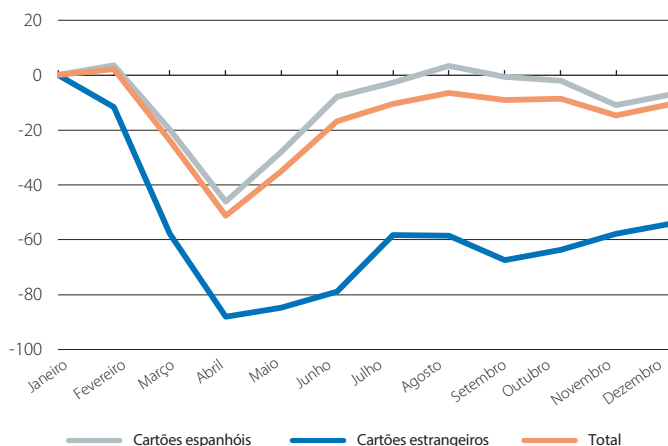


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: atividade com cartões em TPA e levantamentos de dinheiro em caixas automáticas do CaixaBank

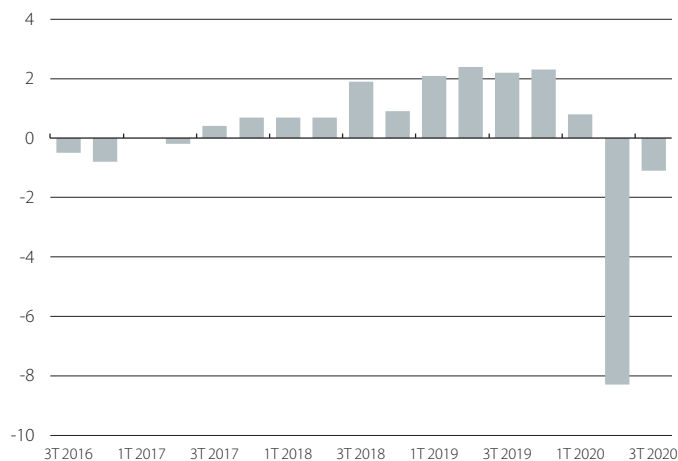
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: custo da mão de obra total por trabalhador *

Variação homóloga (%)



Nota: * Série ajustada de sazonalidade e ajustada para efeitos de calendário.

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

Alguma estabilidade no mercado de trabalho no meio da situação de pandemia. O número de inscritos na Segurança Social aumentou em 26.000 pessoas em dezembro tendo-se situado nos 19,05 milhões, pelo que havia menos 360.000 inscritos do que no ano anterior (-1,9% homólogo). Além disso, o número médio de inscritos no regime de «Lay-off» ERTE situava-se nos 783.000, e que se concentram sobretudo no setor da restauração (46%). Estas situações permitiram que a redução do emprego fosse menor que a redução da atividade, ao contrário das crises anteriores (para mais informações, ver o Focus «O emprego aguenta, desta vez, condições adversas mas a dualidade no mercado de trabalho continua a fazer estragos»). Por sua vez, os custos de mão de obra já sofrem menos o impacto da pandemia no 3T 2020. De acordo com o inquérito trimestral do custo da mão de obra (ETCL), o custo da mão de obra total por trabalhador caiu 1,1% homólogo (corrigido pelo efeito de calendário e sazonalidade), uma descida menor que a experimentada no 2T (8,3%) devido à menor incidência dos ERTE no 3T.

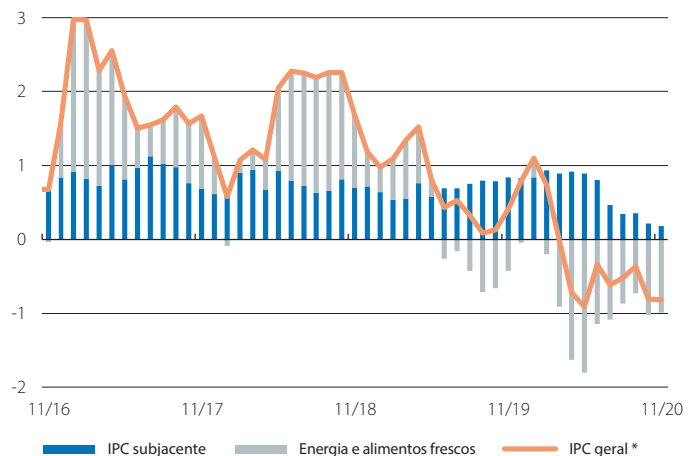
A taxa de inflação manteve-se frágil no final do ano. Em novembro, a inflação geral situou-se em -0,8% e a inflação subjacente (sem a componente energia nem de alimentos frescos) diminuiu ligeiramente para 0,2%, influenciada pelas quedas nos preços da restauração, hotelaria, lazer e da cultura. Em dezembro, mês para o qual dispomos do dado antecipado de inflação geral, ocorreu uma melhoria relativa tendo-se a inflação situado em -0,5% homólogo, favorecida pelos preços da eletricidade e dos carburantes e combustíveis. Se se confirmar o dado antecipado, a taxa de inflação para o conjunto de 2020 ter-se-á situado em -0,3%.

O setor imobiliário recupera parcialmente do primeiro confinamento. As compras e vendas da habitação situaram-se, em outubro, 13,3% abaixo do nível do mesmo mês do ano anterior, enquanto em termos acumulados desde janeiro, as compras e vendas registam uma queda de 21,2%. Por sua vez, o impacto da crise no preço da habitação ainda é relativamente moderado. Especificamente, segundo dados de transações, o preço da habitação aumentou 1,7% homólogo no 3T, apenas menos 4 décimas que no trimestre anterior. Contudo, tradicionalmente os preços da habitação mostram inércia, pelo que esperamos que, gradualmente, comecem a refletir uma correção.

A COVID-19 pesa nas contas públicas enquanto o Orçamento do Estado (OGE) 2021 entra em vigor. O défice do Estado situou-se em 6,5% do PIB em janeiro-novembro, um registo 1,3 p. p. superior ao de outubro. A deterioração das contas do Estado ocorreu tanto por um aumento homólogo das despesas de 19% (até novembro) como por uma descida das receitas de 12,8% homólogo. Por sua vez, o défice consolidado das Administrações Públicas (excluindo os organismos locais), do qual dispomos de dados até outubro, foi de 7,1% do PIB. Por outro lado, a Proposta de Orçamento de Estado (PGE) para o ano 2021 finalizou com sucesso o seu processo parlamentar, tendo entrado em vigor a 1 de janeiro, substituindo o orçamento prorrogado de 2018.

Espanha: IPC

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

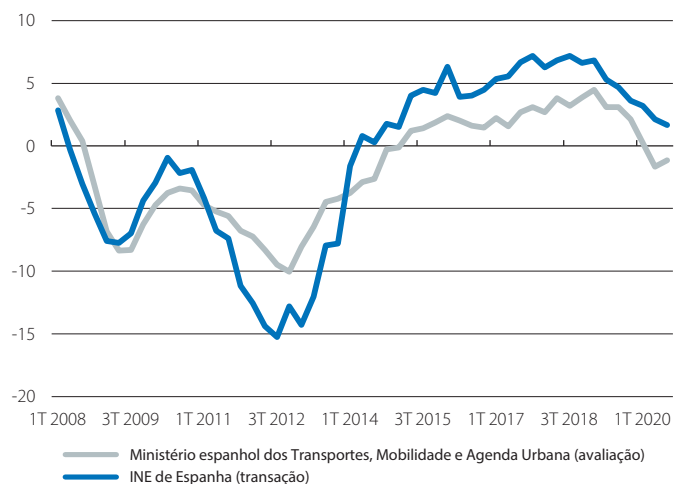


Nota: *Variação homóloga.

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

Espanha: preço da habitação

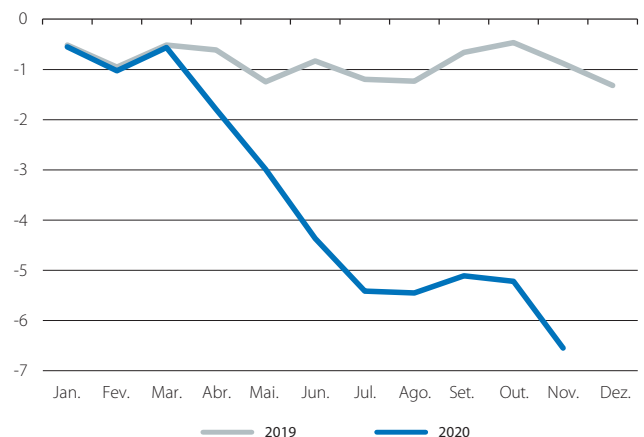
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE e do Ministério do Fomento de Espanha.

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento do Estado

(% do PIB)



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

O emprego aguenta, desta vez, condições adversas mas a dualidade no mercado de trabalho continua a fazer estragos

- A queda do emprego está a ser menor que a queda da atividade nesta crise, ao contrário do que acontecia habitualmente em Espanha.
- A utilização generalizada dos ERTE permitiu limitar a perda de emprego apesar da fortíssima redução das horas trabalhadas.
- A maior parte do impacto volta a recair no emprego temporário devido à elevada dualidade do mercado de trabalho, sendo novamente os jovens os mais prejudicados.

Espanha é um país onde tradicionalmente o emprego reagia fortemente a alterações na atividade, inclusivamente em maior medida (em gíria económica, a elasticidade do emprego ao PIB era superior a 1)¹. Assim, em momentos de crise o ajustamento no emprego era feito através de uma forte destruição de postos de trabalho sendo que em períodos de expansão a criação de emprego era muito vigorosa. Nesta crise não foi assim. Pela primeira vez, as quedas do PIB foram acompanhadas por uma descida muito menor do emprego. Este resultado não só se deve às particularidades desta crise, cuja origem é sanitária, mas também a uma resposta muito diferente por parte da política económica.

Menor sensibilidade do emprego a quedas da atividade

A sensibilidade do emprego à variação do PIB foi muito menor nesta crise económica: por cada ponto percentual de queda da atividade, o emprego caiu 0,36 pontos durante os três primeiros trimestres de 2020, enquanto o emprego tinha normalmente uma reação exagerada a quedas da atividade em Espanha (tanto historicamente como durante os primeiros trimestres da última crise financeira, como é possível observar no primeiro gráfico).

A crise atual tem uma origem sanitária e isso confere-lhe um caráter muito diferente do caráter das últimas crises, para além de uma menor duração esperada. Contudo, o elemento fundamental que permitiu este menor impacto no emprego é a resposta diferente da política económica. Em particular, a utilização intensa dos ERTE² permitiu uma maior proteção do emprego através de uma suspensão temporária do mesmo ou uma redução do trabalho³.

Isto não significa que não tenham sido reduzidas as horas de trabalho: a sensibilidade das horas de trabalho a alterações da atividade é ligeiramente inferior à observada nas crises anteriores, mas continua a ser forte e superior a 1.

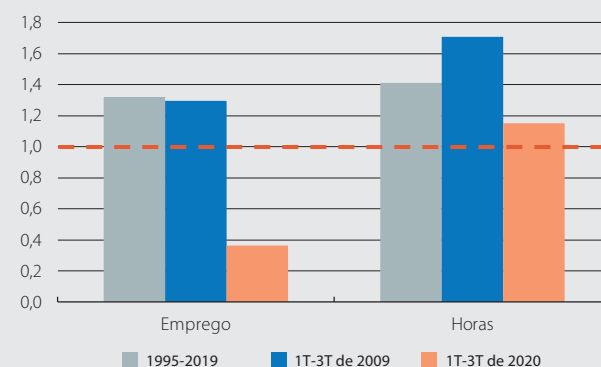
1. A elasticidade do emprego ao PIB define-se como a variação percentual de crescimento do emprego relativamente a cada variação percentual do PIB e corresponde a uma correlação (não a uma relação causal).

2. Em abril chegou a haver 3,4 milhões de inscritos no regime de "Lay-off" ERTE, permanecendo ainda em novembro mais de 750.000 pessoas nesta situação.

3. Para mais informações sobre como os ERTE evitam a destruição de emprego, ver Cahuc, P. (2019). «Short-engage work compensation schemes and employment». IZA World of Labor. <https://wol.iza.org/articles/short-time-work-compensations-and-employment/long>

Espanha: relação entre o crescimento do emprego e das horas trabalhadas relativamente ao PIB

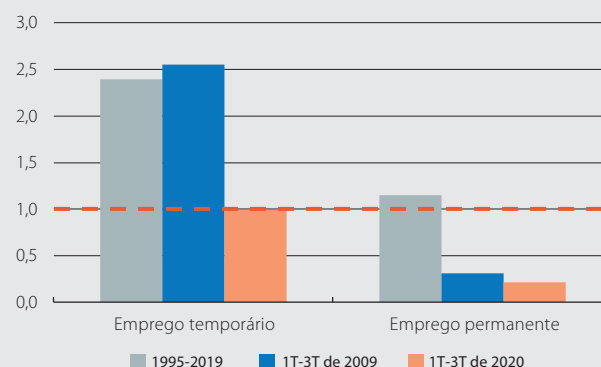
Variação em p. p. em resposta a 1 p. p. adicional de crescimento do PIB



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

Espanha: relação entre o crescimento do emprego temporário e do emprego permanente relativamente ao PIB

Variação em p. p. em resposta a 1 p. p. adicional de crescimento do PIB



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

Ou seja: perante quedas da atividade, as horas trabalhadas são ainda mais reduzidas. Convém referir que grande parte do ajustamento de horas trabalhadas se concentra nos ERTE totais, sendo uma menor parte do ajustamento levada a cabo através da redução do número de horas médias trabalhadas⁴. Nas próximas crises, um maior ajustamento

4. Para mais informação sobre o tipo de ajustamento por horas trabalhadas, ver o artigo de Manuel Hidalgo «No es la ocupación, son las horas de trabajo», https://www.vozpopuli.com/opinion/ocupacion-empleo-recepcion_0_1416758423.html.

tamento através da redução de horas médias trabalhadas seria preferível do que o concentrar nos ERTE totais, pois assim são distribuídos os custos associados ao ajustamento entre mais trabalhadores.

Os trabalhadores com contrato temporário continuam a ser os mais afetados

A redução da sensibilidade do emprego a quedas da atividade ocorreu tanto em trabalhadores temporários como em trabalhadores com contrato sem termo. No entanto, a sensibilidade do emprego temporário à atividade nesta crise situa-se ainda perto do 1: o emprego temporário cai numa proporção igual ao PIB, enquanto para o emprego permanente se situa nos 0,2. Isto reflete a forte dualidade do mercado de trabalho espanhol, devido à qual os trabalhadores com maior precariedade contratual são os mais afetados pela queda da atividade, pois beneficiam em menor medida dos esquemas de proteção que evitam a perda de emprego.

Mais uma vez, os jovens

Os jovens são os que mais sofrem as consequências desta dualidade elevada: a sensibilidade do emprego jovem a quedas da atividade nesta crise está perto de 1 (0,9), sendo muito menor para trabalhadores adultos (0,3) ou de maior idade (0,2). Este impacto sobre os jovens traduz-se num aumento da desigualdade salarial dentro deste grupo, maior que entre os restantes trabalhadores, como mostra o Monitor de Desigualdade do CaixaBank Research. Por género, a sensibilidade do emprego a quedas da atividade reduz-se tanto para os homens como para as mulheres, sendo as diferenças entre eles menores do que por idades.

Maior sensibilidade do emprego nos setores mais afetados pela pandemia

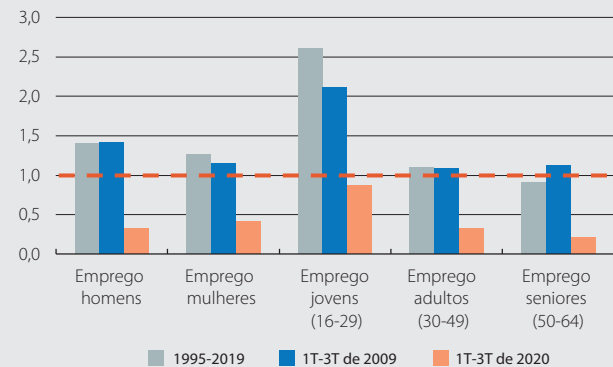
Além disso, esta menor queda do emprego relativamente à queda da atividade é também observada por setores de atividade. Segundo um inquérito efetuado recentemente pelo Banco de Espanha, o impacto agregado na faturação das empresas em 2020 será maior que no emprego⁵. No entanto, a queda na faturação é maior nalgumas áreas de serviços mais afetadas pelas restrições à atividade, como a hotelaria, a restauração, os transportes ou o lazer, sendo diferente o seu impacto no emprego (por exemplo, maior na hotelaria que nos transportes, tal como é possível observar no quarto gráfico).

A flexibilidade do mercado de trabalho, fundamental para salvaguardar o emprego

Tudo isto dá-nos lições sobre o que poderemos aprender desta crise. A primeira lição é a importância de continuar a conciliar a flexibilidade do mercado de trabalho com uma importante rede de apoio do Estado-Providência para sal-

Espanha: relação entre o crescimento do emprego de cada faixa etária e género relativamente ao PIB

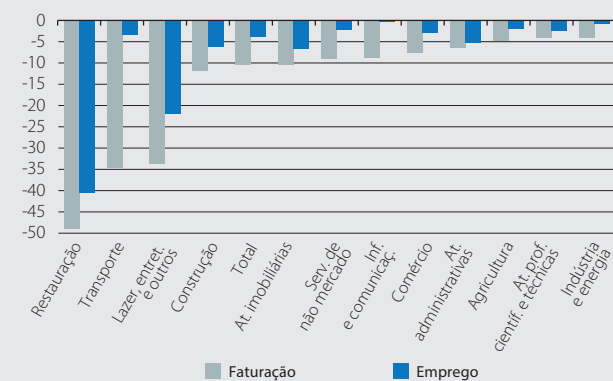
Variação em p. p. em resposta a 1 p. p. adicional de crescimento do PIB



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

Espanha: variação da faturação e do emprego por ramos de atividade

Variação homóloga (%)



Fonte: Banco de Espanha. «Projeções macroeconómicas da economia espanhola (2020-2023)».

vaguardar o emprego. A segunda lição é que, como sociedade, não deveremos permitir-nos chegar a outra crise com uma elevada dualidade laboral, enraizada em Espanha desde os anos oitenta, que prejudica fortemente os trabalhadores mais vulneráveis.

5. Para mais detalhes, ver <https://inequality-tracker.caixabankresearch.com>.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	10/20	11/20	12/20
Indústria									
Índice de produção industrial	0,3	0,7	0,2	-6,4	-24,3	-4,9	-1,6	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-5,2	-5,4	-27,8	-11,9	-10,8	-11,7	...
PMI das indústrias (valor)	53,3	49,1	47,2	48,2	39,4	51,4	52,5	49,8	51,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	25,7	17,2	8,0	0,1	-12,5	-19,1	-22,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,6	-2,0	-3,7	-12,3	-18,2	-18,6	...	...
Preço da habitação	6,7	5,1	3,6	3,2	2,1	1,7	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,0	1,4	1,2	-1,0	-22,8	-50,7	-67,7	-72,8	...
PMI dos serviços (valor)	54,8	53,9	53,6	42,5	28,4	47,3	41,4	39,5	...
Consumo									
Vendas a retalho	0,7	2,3	2,4	-3,8	-18,4	-3,4	-3,0	-4,3	...
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	5,1	-27,6	-68,6	-7,5	-21,0	-18,7	0,0
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-10,5	-10,3	-27,9	-26,9	-26,7	-29,0	...
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	2,7	2,3	2,1	1,1	-6,0	-3,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,3	14,1	13,8	14,4	15,3	16,3	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,1	2,6	2,2	1,2	-4,4	-3,0	-2,3	-1,8	-1,9
PIB	2,4	2,0	1,7	-4,2	-21,6	-9,0	-	-	-

Preços

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	10/20	11/20	12/20
Inflação global	1,7	0,7	0,4	0,6	-0,7	-0,5	-0,8	-0,8	-0,5
Inflação subjacente	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1	0,5	0,3	0,2	...

Setor externo

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	10/20	11/20	12/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,9	1,8	1,8	1,0	-7,2	-8,9	-9,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,6	1,0	1,0	-1,0	-9,3	-13,3	-14,2	...	...
Saldo corrente	23,2	26,6	26,6	27,1	17,7	11,0	9,5	...	...
Bens e serviços	32,8	37,5	37,5	38,0	27,8	20,5	18,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,5	-10,9	-10,9	-10,9	-10,2	-9,5	-9,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	29,0	30,8	30,8	31,3	21,6	15,1	13,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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

	2018	2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	3T 2020	10/20	11/20	12/20
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,2	5,4	5,4	4,4	8,0	9,0	9,2	...	...
À vista e poupança	10,9	10,7	10,3	8,9	13,0	13,8	14,2	...	...
A prazo e com pré-aviso	-19,9	-13,4	-13,9	-16,4	-16,1	-16,5	-16,2	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,4	8,8	-2,1	-6,2	-6,6	5,2	4,4	...	...
TOTAL	3,9	5,6	4,8	3,8	7,1	8,7	8,9	...	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,4	-1,5	-1,5	-1,0	1,5	2,0	2,4	...	...
Empresas não financeiras	-5,5	-3,4	-3,0	-1,7	6,1	7,1	7,8	...	...
Famílias - habitações	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-2,1	-1,8	-1,6	...	...
Famílias - outros fins	2,8	3,2	2,2	2,5	0,7	0,3	0,9	...	...
Administrações Públicas	-10,6	-6,0	-1,2	1,7	0,1	1,1	2,8	...	...
TOTAL	-2,9	-1,7	-1,5	-0,9	1,5	1,9	2,5	...	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	5,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,6	4,6	...	...

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.

A COVID-19 ajudará a reduzir as emissões de gases de efeito de estufa?

A luta contra a COVID-19 possui dois grandes elementos em comum com o combate contra as alterações climáticas. Primeiro, apesar de uma pandemia se poder estender numa questão de semanas e as alterações climáticas se agravarem de uma forma muito mais gradual, ambos têm a capacidade de evoluir exponencialmente: no primeiro caso, através de mecanismos de contágio comunitário e no segundo, de emissões poluentes acumuladas ao longo do tempo. Segundo, uma vez identificado o fenómeno e tomadas as medidas necessárias para o travar, os custos tornam-se imediatamente evidentes, enquanto os benefícios demoram tempo em se tornarem visíveis.

Num célebre discurso de 2015, o governador do Banco da Inglaterra, Mark Carney, definiu as alterações climáticas como «a tragédia do horizonte»¹, ao constatar que, ao se tratar de um problema coletivo que ultrapassa os horizontes tradicionais do ciclo económico e político, as gerações atuais não têm os incentivos adequados para as combater, apesar de terem acesso a toda a informação disponível sobre os seus efeitos devastadores no futuro. É possível que a pandemia da COVID-19, ao colocar em evidência os riscos da inação perante fenómenos adversos, ajude a acelerar o combate contra as alterações climáticas?

Do que não existem dúvidas é que, ao mesmo tempo que a COVID-19 está a ter consequências devastadoras para a saúde e para a economia a nível mundial, as restrições à mobilidade impostas para travar a pandemia reduziram as emissões poluentes em todo o planeta. Neste artigo, analisaremos quão grande foi a curto prazo o impacto da COVID-19 sobre as emissões de gases poluentes e até que ponto podemos falar de alterações de padrão duradouras. Finalmente, apresentaremos vários futuros cenários sobre a evolução das emissões poluentes.

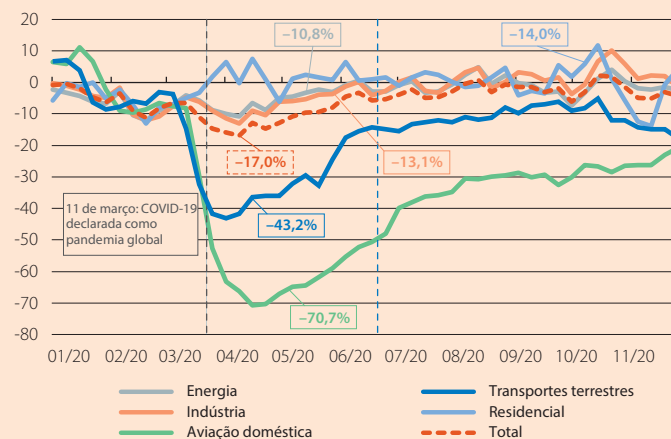
O efeito imediato da COVID-19: redução transitória e pouco significativa das emissões

A COVID-19 obrigou ao confinamento de milhões de pessoas no mundo inteiro e provocou o encerramento de escolas, fábricas, lojas, hotéis e aeroportos, com uma diminuição drástica da mobilidade de toda a população. Assim, não é de admirar que esta pandemia tenha reduzido também os níveis de emissão de gases poluentes.

Embora não tenhamos ainda dados de emissões de gases poluentes disponíveis para o ano de 2020, têm sido realizados estudos que estimam a evolução das emissões poluentes por setores em tempo real a partir de dados sobre mobilidade e atividade económica². Por exemplo, o projeto Carbon Monitor, permite-nos obter estimativas de emissões diárias de dióxido de carbono (que representam 80% das emissões poluentes) nos setores da energia, indústria, residências, transportes terrestre e aéreo, baseadas em dados de produção energética, produção, mobilidade e consumo de combustíveis, entre outros. Tal como é possível observar no primeiro gráfico, as quedas mais drásticas de emissões ocorreram nas primeiras semanas de abril, com uma queda global homóloga de 17,0% na segunda semana. No final de abril, num momento em que cerca de metade da população mundial se viu obrigada ao confinamento, as emissões globais acumuladas tinham reduzido 8% relativamente ao mesmo período de 2019. A queda foi considerável, mas foi desfeita de forma significativa: no final de setembro esta queda acumulada já tinha reduzido para 6% homóloga, com a normalização progressiva da atividade económica e social, tendo-se reduzido ainda mais, para 5%, no final de novembro, apesar das novas restrições introduzidas após a expansão da segunda vaga da pandemia³. Além desta dinâmica observada nas emissões globais, destaca-se também para o aumento impressionante das emissões nos setores da energia e da indústria, responsáveis por 70% das emissões totais, com uma redução acumulada de 3% até final de novembro, em contraste com a queda acumulada de 7% até ao final de abril.

Emissões globais de dióxido de carbono em 2020

Desvio nas emissões semanais relativamente a 2019 (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Carbon Monitor.

1. Ver Carney, M. (2015). «Breaking the Tragedy of the Horizon – climate change and financial stability». Discurso no Lloyd's of London.

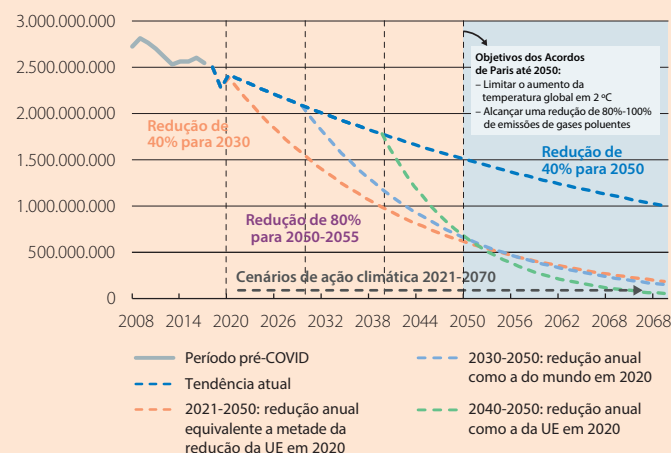
2. Ver, por exemplo, Le, T. et al. (2020). «Unexpected air pollution with marked emission reductions during the COVID-19 outbreak in China». Science, 369 (6504), 702-706. Le Quéré, C. et al. (2020). «Temporary reduction in daily global CO₂ emissions during the COVID-19 forced confinement». Nature Climate Change, 1-7. E Liu, Z. et al. (2020). «Near-real-time monitoring of global CO₂ emissions reveals the effects of the COVID-19 pandemic». Nature Communications, 11(1), 1-12.

3. Na Espanha a queda foi maior, pois as emissões totais acumuladas caíram 15% até final de novembro, após o valor mais baixo (-19%) alcançado no final de junho. Na UE as emissões totais reduziram 8% até final de novembro, quase 13% na primeira metade do ano.

Assim, estamos a falar de uma dinâmica de redução transitória nas emissões num contexto excecionalmente adverso marcado por custos económicos e humanos muito elevados⁴. Além disso, convém esclarecer que o efeito desta redução temporária será pequeno relativamente ao desafio colossal que as alterações climáticas representam para a nossa sociedade. Com efeito, apesar das estimativas do Carbon Monitor apresentadas indicarem uma redução nas emissões poluentes globais entre 5% e 6% em 2020⁵, o que representaria a maior queda desde a Segunda Guerra Mundial, estima-se que devido a esta queda a temperatura média do planeta arrefecerá apenas 0,01 graus Celsius entre agora e 2030 relativamente ao contrafactual sem a pandemia⁶. Portanto, é evidente que só uma recuperação económica com uma forte marca verde graças a medidas ambiciosas de combate em relação às alterações climáticas, combinadas com o desenvolvimento de novas tecnologias de captura e absorção de gases poluentes, poderá garantir que o planeta esteja na disposição de cumprir os objetivos definidos no Acordo de Paris e limitar o aquecimento global a 2 °C acima dos níveis pré-industriais.

Projeções de emissões de dióxido de carbono na UE: começa a contagem decrescente até 2050

Emissões anuais de dióxido de carbono (em toneladas)



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

Da COVID-19 à evolução das emissões a longo prazo: o navio tem de mudar de rumo

A dimensão das alterações estruturais necessárias no nosso modelo produtivo para enfrentar o aquecimento global durante as próximas décadas é evidente. Para alcançar o estipulado no Acordo de Paris, a UE definiu muito claramente as várias frentes de combate para reduzir as emissões de gases poluentes entre 80% e 100% em 2050 relativamente a 1990.

Como chegaremos ao ponto de destino? Tendo em conta os dados de emissões pré-COVID, as estimativas de queda de emissões em 2020 (cerca de -9% na UE de acordo com as estimativas do Carbon Monitor) e os objetivos de redução de emissões de gases poluentes até 2050, formulámos vários cenários para a evolução das emissões de dióxido de carbono na UE nas próximas décadas. No primeiro cenário, os países manterão a partir de 2021 a tendência observada entre 2008 e 2018, com uma média de quedas de 1,6% anuais no conjunto da UE. Neste caso, em 2050 a UE terá reduzido emissões em pouco mais de 40% relativamente a 2018, muito abaixo dos objetivos anunciados recentemente de uma redução de 55% de emissões até 2030 e de zero emissões líquidas em 2050⁷. Triplicando os esforços e chegando a um cenário em que as emissões se reduzem 4,5% anualmente, a UE atingirá uma redução de 80% entre 2050 e 2055, com reduções de 40% já a partir de meados da década de 2030⁸. Tratar-se-á de um ritmo sustentado de diminuição de emissões bastante significativo que se aproximará em manter uma redução anual equivalente à metade da observada em 2020 na UE. Para o ilustrar de uma forma pedagógica, seria uma redução semelhante à que seria obtida com um período de confinamento de dois meses seguido de um regresso gradual à normalidade no espaço de seis semanas (Le Quéré *et al.*, 2020).

Por outro lado, se a recuperação pós-pandemia adiar os esforços europeus de redução de emissões ou se os investimentos no quadro NGEU não tiverem os efeitos esperados, o cenário será diferente. Assim, mantendo a tendência atual até 2030, entre 2030 e 2050 serão necessárias quedas de emissões anuais equivalentes às observadas a nível global este ano (entre 5% e 6%) para se alcançar uma redução de emissões de 80% por volta de 2050.

Finalmente, adiar a ação climática até 2040 terá efeitos muito negativos no planeta⁹, obrigando, além disso, a reduções draconianas anuais de 9% entre 2040 e 2050 para se alcançar a referida redução de 80% por volta de 2050. Este ritmo aproximar-se-ia a sustentar durante 10 anos consecutivos os níveis de redução observados na UE em 2020 numa situação de pandemia. Obviamente, trata-se de uma redução de emissões quase impossível de sustentar sem infligir enormes danos à economia.

Definitivamente, a envergadura do desafio climático sublinha a necessidade de começarem a ser tomadas medidas ambiciosas o mais rapidamente possível. A pandemia também nos recorda que a redução das emissões poluentes não pode ser feita à custa de uma redução drástica da atividade económica. O mais inteligente a fazer para poder cumprir os objetivos marcados é promover uma recuperação verde que possa reativar a economia através de tecnologias mais limpas e sustentáveis.

4. Prevê-se que o PIB mundial contraia cerca de 4% em 2020, de acordo com as previsões do BPI Research. Além disso, aquando da redação deste Dossier, mais de 1,7 milhões de pessoas faleceram de COVID-19.

5. Com efeito, existe um intervalo mais vasto para a queda anual das emissões em 2020, segundo outros dados e métodos de estimativas diferentes do Carbon Monitor. 5% parece ser o valor que reúne consenso como valor mínimo do intervalo, mas existem estimativas que indicam uma queda anual que poderá atingir os 7%-8% (International Energy Agency, 2020, «Global Energy Review» e United Nations Environment Programme, 2020, «Emissions Gap Report 2020»).

6. Ver Forster, P. *et al.* (2020). «Current and future global climate impacts resulting from COVID-19». Nature Climate Change, 10(10), 913-919.

7. É importante sublinhar aqui que a média para a UE oculta várias tendências observadas nos países europeus nos últimos anos. Mantendo o ritmo atual, e centrando-nos nos cinco principais emissores (Alemanha, Polónia, Itália, França e Espanha), a Itália chegará a 2050 com uma redução de emissões de 65%, a Espanha com uma redução de 50%, enquanto a Polónia verá um aumento das emissões de 5%-10% e a Alemanha (o principal emissor) reduzirá em apenas 30% as suas emissões.

8. Assumimos que o cenário de emissões zero em 2050 – a denominada neutralidade climática – só será alcançável com investimentos em projetos de diminuição e criação de emissões negativas, como as emissões de tecnologias eficazes de eliminação e armazenamento de dióxido de carbono.

9. Ver, por exemplo, os relatórios recentes elaborados pelo Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) e pela Convention on Biological Diversity (CBD).

Aumentará a sensibilização meio ambiental após a COVID-19?

Uma das consequências positivas das restrições à mobilidade para travar o avanço da COVID-19 foi a redução de mais de 5% das emissões globais de gases de efeito de estufa (GEE). No entanto, para cumprir o Acordo de Paris e, por conseguinte, limitar o aquecimento do planeta a menos de 2 °C relativamente aos níveis pré-industriais, será necessário manter um ritmo de redução de emissões semelhante ao ritmo de 2020, que obedece a uma situação excecional durante os próximos anos. Tendo em conta que, na sua maior medida, a redução de emissões de 2020 ocorreu à custa de uma queda drástica da atividade económica que piorou as condições de vida, é desejável que agora em diante os fatores que liderem a luta contra as alterações climáticas sejam outros.

Estes outros fatores não são nada mais nada menos que a intensidade energética do PIB (ou seja, quanta energia é consumida por cada euro de PIB que se produz numa economia) e quão poluente é cada unidade de energia. Os passos para reduzir as emissões de GEE devem ser dirigidos para permitir o crescimento económico do consumo de recursos naturais e energéticos e produzir energia menos contaminante. Nos últimos anos, ambos os fatores foram fatores-chave para reduzir as emissões de GEE em muitas regiões do mundo e ajudar a conter o aumento das emissões a nível global. Acelerarão estas dinâmicas no mundo pós-pandemia de tal maneira que a médio prazo possamos cumprir o Acordo de Paris? Provocará a COVID-19 uma alteração na preferência dos consumidores?

Uma identidade para explicar as emissões de GEE

$$\text{Total de emissões de GEE} = \text{População} \times \frac{\text{PIB}}{\text{População}} \times \frac{\text{Consumo de energia}}{\text{PIB}} \times \frac{\text{Emissões de GEE}}{\text{Consumo e energia}}$$

PIB per capita
Intensidade energética do PIB
Intensidade do carbono na energia

As alterações climáticas continuam a preocupar apesar da COVID-19

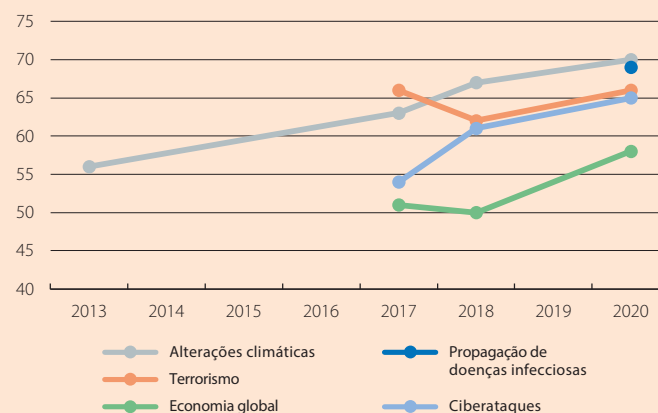
A preocupação pelas alterações climáticas aumentou nestes últimos anos e, após o surto da COVID-19, não só não diminuiu como também continuou a crescer. De facto, 70% dos participantes num inquérito global da Ipsos realizado na passada primavera consideram que as alterações climáticas são uma crise pelo menos tão séria como a crise causada pela COVID-19. Além disso, as alterações climáticas são, pelo segundo ano consecutivo, a maior preocupação no conjunto de países participantes no inquérito da Pew Research, inclusivamente à frente da evolução da pandemia ou da situação da economia global, e a percentagem de inquiridos que a veem como uma ameaça alcança já 70% (67% em 2018)¹.

Se examinarmos os detalhes deste inquérito por países, observamos que é na Europa onde existe uma maior inquietação: em 7 dos 9 países inquiridos a preocupação é maior, enquanto nos outros dois países ocupa o segundo lugar. Nos EUA, por outro lado, as alterações climáticas ocupam o quinto lugar atrás da propagação de doenças infecciosas, dos ciberataques, do terrorismo e da utilização de armas nucleares. Além disso, existe uma correlação positiva entre os países onde esta preocupação aumentou mais desde 2018 e o impacto do vírus, medido com os óbitos por cada 100.000 habitantes.

Devido à COVID-19, ao aumento da sensibilização meio ambiental foi adicionada a perceção dos benefícios de viver num mundo menos poluente. A redução da poluição durante as semanas nas quais as medidas de confinamento foram mais restritivas permitiu a muitos cidadãos comprovarem

Mundo: perceção de ameaças para a sociedade

Percentagem da população que considera... como uma ameaça para o seu país



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

1. Num inquérito do Banco Europeu de Investimentos, mais orientado para as ameaças a curto prazo, o desafio das alterações climáticas encontra-se logo a seguir à pandemia da COVID-19 e à situação económica e financeira.

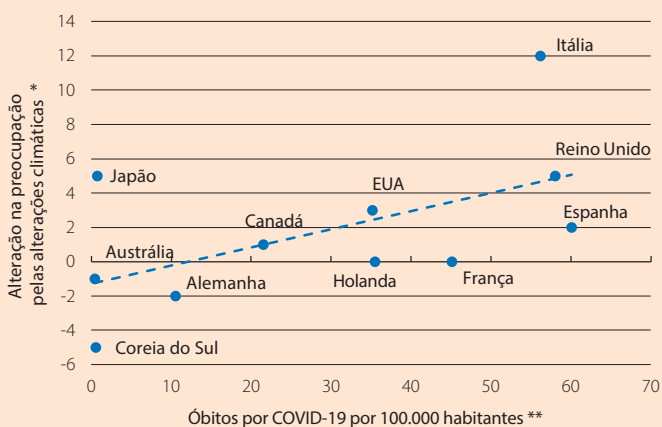
em primeira mão o aumento de qualidade de vida e de conforto que pressupõe respirar um ar mais puro. Neste sentido, um estudo feito na China mostra que, nas cidades que experimentaram uma maior redução da poluição do ar durante a vaga do coronavírus de fevereiro e março de 2020, aumentou em maior medida o interesse dos cidadãos pelos assuntos meio ambientais e foram aprovadas um maior número de medidas consideradas como verdes nos meses seguintes².

Alterações no consumo devido à COVID-19

Além das alterações nos padrões de consumo observadas durante as semanas nas quais a pandemia limitava a interação social, a COVID-19 pode ser um catalisador para alterar alguns padrões de consumo que poderão causar impacto no meio ambiente a médio e longo prazo. Por um lado, a maior percepção do risco que as alterações climáticas pressupõem após se ter vivido a pandemia poderá influenciar na vontade do consumo de bens e serviços de uma forma mais responsável. Em particular, os consumidores poderão aumentar as suas preferências por produtos locais, o que ajudará a reduzir as emissões criadas pelo transporte. Assim o sugere o resultado de um inquérito efetuado na Alemanha pela Deloitte, em que 28% dos participantes asseguram que no futuro adquirirão produtos locais com uma frequência maior que a anterior à pandemia, em comparação com 68% e 4% dos inquiridos que, respetivamente, não mudarão ou reduzirão o consumo de produtos locais. No entanto, embora seja um passo em frente, alguns estudos detalham que este maior consumo local terá uma contribuição relativamente modesta em termos de redução das emissões de GEE, pois a poluição que o transporte origina, por exemplo, na indústria alimentar não é muito elevada³.

Outra transformação dos padrões de consumo que acelerou a COVID-19 é um aumento do comércio eletrónico ou *e-commerce*, particularmente acentuado no 2T 2020. Uma vez reduzidas as restrições de mobilidade, as compras no setor *retail* efetuadas através de meios eletrónicos mantiveram-se em níveis muito superiores aos níveis observados em 2019, o que sugere que a COVID-19 terá um efeito persistente nos padrões de consumo⁴. No entanto, ainda não se sabe em que sentido um eventual aumento do consumo *online* afetará a luta contra as alterações climáticas, pois a alteração nas emissões de GEE dependerá do tipo de entrega das compras *online*. Por exemplo, receber os produtos adquiridos *online* diretamente em casa é mais poluente que o comércio tradicional, pois durante a última etapa da cadeia de distribuição – entrega do pedido a partir do último ponto de distribuição até ao comprador (*last mile delivery*) – ocorre uma deslocação num meio de transporte poluente. Por outro lado, um sistema em que a distribuição é feita num ponto de levantamento centralizado, as emissões de GEE reduzem-se em comparação com os dois casos anteriores⁵.

Alteração na preocupação pelas alterações climáticas e impacto da COVID-19



Notas: * Variação entre o inquérito da Pew Research de 2018 e o inquérito efetuado no verão de 2020.
 ** Antes de 9 de junho de 2020.

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

Assim, a COVID-19 ajudou a sensibilizar-nos sobre as alterações climáticas, abrindo uma janela de oportunidade para que sejam consolidadas alterações nos padrões de consumo que ajudem a lutar contra este fenómeno. Por outro lado, esta maior sensibilização alcançou também o mundo empresarial, seja através da pressão dos seus clientes ou pela própria sensibilização de gestores, acionistas ou funcionários das próprias empresas. Assim, a pandemia poderá permitir que as empresas atuem de uma forma mais sustentável desde o ponto de vista meio ambiental. Além disso, é evidente que os benefícios económicos não são necessariamente contrários a um comportamento responsável: em 2020 as empresas com melhores avaliações ESG tiveram um desempenho em bolsa melhor que os índices gerais⁶. Finalmente, como veremos no artigo «A recuperação verde» deste mesmo Dossier, não existem dúvidas que a COVID-19 será um catalisador na luta contra as alterações climáticas através de políticas públicas meio ambientais mais ambiciosas.

2. Ver Kahn, M. E. et al. (2020). «Clean Air as an Experience Good in Urban China». National Bureau of Economic Research.

3. Ver Poore, J. e Nemecek, T. (2018). «Reducing food's environmental impacts through producers and consumers». Science, 360(6392), 987-992.

4. Para mais detalhes, ver o artigo «O despertar do *e-commerce* no setor *retail*» na IM12/2020.

5. Ver Shahmohammadi, S. et al. (2020). «Comparative Greenhouse Gas Footprinting of Online versus Traditional Shopping for Fast-Moving Consumer Goods: A Stochastic Approach». Environmental Science & Technology, 54(6), 3.499-3.509.

6. Um subíndice do S&P 500 que agrupa empresas que cumprem um mínimo de critérios ESG registou uma rentabilidade 1,4% superior ao índice S&P 500 durante o ano passado. A sigla ESG corresponde às iniciais em inglês de meio ambiental, social e governação.

A recuperação verde

Desde que existe um vasto consenso na necessidade de transformar a economia para a tornar sustentável a nível ambiental, foi sublinhado o papel importante que as políticas públicas devem exercer. Nos anos anteriores à COVID-19 foi quando se deu forma a este vasto consenso a nível global havendo, no caso da UE, uma vontade política firme de transformar a economia através do chamado *Green Deal*. Esta convicção intensificou-se após a eclosão da pandemia. Assim, encontramos-nos num momento único para dar um impulso ainda maior às políticas meio ambientais, com o apoio a uma recuperação económica verde a curto prazo e, sobretudo, com a transformação do modelo económico a médio e longo prazo para que seja mais sustentável e compatível com o meio ambiente.

Um estímulo que ajuda a curto prazo, mas com um horizonte mais alargado

Um dos aspetos de maior destaque do plano de recuperação europeia, o chamado Next Generation EU (NGEU)¹, é o peso elevado que terão os projetos que contribuam para a luta contra as alterações climáticas. É importante ter em conta que a promoção de projetos com estas características não tem que implicar um menor impacto no crescimento económico². Neste sentido, a tabela em anexo enumera algumas das medidas que poderão ter um papel protagonista para impulsionar uma recuperação verde e que foram sugeridas por vários organismos internacionais, como o FMI.

Recuperação verde: medidas que podem incluir

Indústria e famílias	- Ajudas para melhorar a eficiência energética, tanto na indústria como na renovação do parque de edifícios. - Condicionar as ajudas públicas a melhorias em determinados indicadores meio ambientais.
Energia	- Reforçar a rede elétrica para que possa assumir uma maior capacidade. - Acelerar a construção de infraestruturas para a geração eólica e solar.
Mobilidade	- Expandir a rede de carregamento de veículos elétricos e ajudar a sua produção. - Melhorar a mobilidade urbana através do transporte público e das ciclovias. - Reforçar a rede de caminhos de ferro para facilitar a mobilidade interurbana e incentivar as deslocações de médio/ longo curso.
I+D	- Fomentar a investigação e o desenvolvimento de novas tecnologias que serão fundamentais para a transição energética: - Hidrogénio verde. - Captura e armazenamento de gases de efeito de estufa (GEE).

No entanto, para alcançar os objetivos de redução de emissões serão também necessárias medidas adicionais que, nalguns casos, poderão representar um travão para o crescimento económico. Por exemplo, existe um vasto consenso entre os economistas na necessidade de impor um imposto às emissões que desincentive a produção de bens e serviços poluentes a favor de emissões mais sustentáveis em termos ambientais. Neste sentido, um recente estudo do FMI sugere que a aplicação de um conjunto de medidas a nível global como as descritas na tabela, em conjunto com a aplicação de uma taxa sobre as emissões que vá aumentando gradualmente não pressuporá um obstáculo para o crescimento a longo prazo e terá um efeito positivo para o meio ambiente. Especificamente, graças a estas medidas, as emissões de gases de efeito estufa (GEE) em 2050 poderão alcançar uma redução de 80% relativamente aos níveis atuais e as restantes emissões, para que possam alcançar a neutralidade climática, seriam extraídas da atmosfera através de processos naturais, acelerados pela reflorestação, e artificiais, como a captura e armazenamento dos GEE. O impacto deste conjunto de medidas sobre a economia global acabará por ser neutro a longo prazo: o crescimento acumulado até ao ano de 2050, no caso destas medidas serem aplicadas, será muito semelhante ao crescimento de um cenário no qual estas não fossem levadas a cabo. Além disso, esta comparação não tem em conta que sem estas medidas os danos sobre a economia poderão ser de facto muito maiores, pois aumentará o risco de que se materializem eventos meteorológicos extremos e com um elevado impacto económico. Não é por acaso que se estima que uma maior frequência e violência de eventos meteorológicos adversos e as alterações resultantes da nova climatologia nalgumas regiões poderão reduzir o PIB global de 2100 entre 15% e 25% se não atuarmos a tempo³.

Em termos de criação de emprego, uma recuperação verde produz uma realocização de empregos entre os setores mais poluentes e os mais limpos. Se nos centrarmos no setor energético, a intensidade de trabalho (a quantidade de emprego por unidade de energia produzida) das fontes renováveis é muito maior que na indústria de geração energética baseada nos combustíveis fósseis, sobretudo no caso da energia solar fotovoltaica. Vários estudos apontam nesta direção e descobrem que a geração de

1. Ver «Tudo o que sempre quis saber sobre o Plano de Recuperação europeu e que nunca ousou perguntar» na IM11/2020.

2. Especificamente, existe um multiplicador fiscal dos investimentos verdes a curto prazo entre 0,6 e 1,1, em consonância com os multiplicadores da totalidade do investimento. Ver Pollitt, H. (2011). «Assessing the implementation and impact of green elements of Member States' National Recovery Plans. Final report for the European Commission (DG Environment)». Cambridge Econometrics.

3. Ver Burke, M., Davis, M. e Diffenbaugh, N. (2018). «Large potential reduction in economic damages under UN mitigation targets». Nature.

emprego ao investir em energias renováveis e em eficiência energética é quase três vezes maior do que investir na indústria dos combustíveis fósseis⁴. Em qualquer caso, a recuperação verde deverá considerar os setores que possam ser afetados negativamente, pois na ausência de mecanismos de compensação, não poderá levar a cabo a transição de forma harmoniosa e justa⁵.

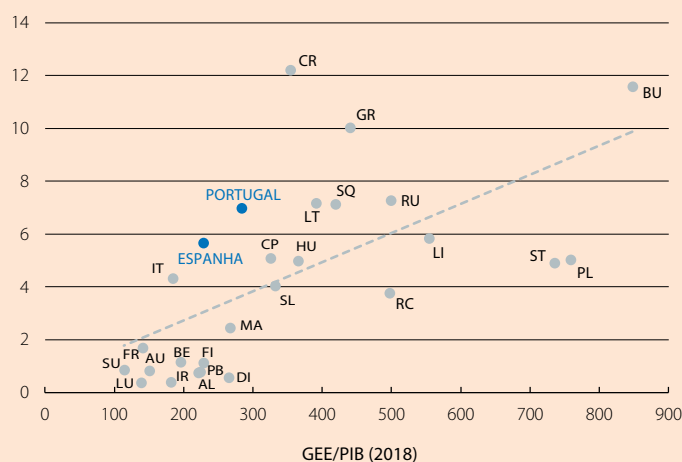
A UE aposta fortemente na recuperação verde

No caso do NGEU, está previsto conceder 312.500 milhões de euros em transferências não reembolsáveis e 360.000 milhões em empréstimos entre 2021 e 2026 aos Estados-membros da UE para financiar projetos de investimento e reformas. As ações específicas dos planos de recuperação deverão ser apresentadas pelos Estados-membros, mas no plano climático – uma das grandes

prioridades do NGEU ao ter que destinar 30% dos fundos à luta contra as alterações climáticas – deverão centrar-se em impulsionar as energias limpas e renováveis, investir em transportes mais limpos e melhorar a eficiência energética do parque de edifícios⁶. Se nos centrarmos apenas nas transferências a fundo perdido, a maior parte das mesmas serão atribuídas em função do PIB de cada Estado e em função do impacto da COVID-19. Neste sentido, destaca-se que, sem o pretender, a distribuição destes fundos estará positivamente correlacionada com a intensidade de GEE por euro de PIB dos vários países. Este facto é muito positivo dado que se os investimentos forem levados a cabo adequadamente, os países relativamente mais poluentes poderão aproximar-se dos países que já possuem um modelo produtivo mais limpo.

NGEU e emissões de GEE

NGEU como % do PIB (2019)



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

No caso de Espanha, as transferências europeias serão concretizadas em 72.000 milhões de euros (cerca de 6% do PIB de 2019), 37% das quais (26.640 milhões de euros) têm como destino investimentos verdes. O impacto que estas ajudas

terão na atividade económica e no emprego poderá ser muito maior que o observado em planos de recuperação anteriores. Especificamente, as estimativas descritas neste artigo sobre o impacto no mercado de trabalho sugerem que o emprego que poderá criar cada euro dos 26.640 milhões poderá ser até 60% superior ao que o PlanE de 2008 chegou a criar se os investimentos forem feitos adequadamente⁷.

4. Especificamente, estima-se que um investimento de 1 milhão de dólares em energias renováveis e eficiência energética gera 7,5 postos de trabalho (2,7 no caso de um investimento em combustíveis fósseis). Ver Garrett-Peltier, H. (2017). «Green versus brown: Comparing the employment impacts of energy efficiency, renewable energy, and fossil fuels using an input-output model». *Economic Modelling*, pp. 439-47.

5. Ver «A transição climática da UE: uma questão de justiça» na IM06/2021 para mais detalhes.

6. Ver «O Plano de Recuperação Europeu: uma vaga verde para o setor imobiliário» no *Sectorial Inmobiliario do CaixaBank Research* do 15 2021.

7. O PlanE foi o plano de estímulo fiscal sem condicionalidade meio ambiental que a Espanha implementou em 2008 para financiar projetos de investimento. Estima-se que por cada milhão de euros deste projeto foram criados 5,7 empregos, enquanto com o investimento verde, de acordo com os dados apresentados na nota 4, este valor se poderá situar em torno dos 9 empregos. Ver Alloza, M. e Sanz, C. (2019). «Jobs multipliers: evidence from a large fiscal stimulus in Spain». Documento de Trabalho 1922. Banco de Espanha.

A geopolítica das alterações climáticas no cenário pós-pandemia

A pandemia do ano 2020 poderá tornar-se num ponto de viragem importante deste século. Um século de plena mudança e transformação tal como o testemunham fenómenos como a crise financeira de 2008, a eclosão da economia digital, a consolidação da China como um dos novos pilares da economia mundial ou... a aceleração das alterações climáticas com a consequente sensibilização ambiental.

Além disso, a década que agora começa marcará também provavelmente um ponto de viragem na geopolítica e no comércio internacional. A escalada de tensões comerciais entre a China e os EUA está a reformular o perímetro do seu campo de batalha. Deste modo, tudo indica que nos próximos anos o epicentro da discussão não serão os défices comerciais, mas que ele derivará para temas como a intensidade de emissões de gases de efeito de estufa (GEE) e a separação tecnológica. Desde o início da crise de saúde criada pela pandemia surgiu a necessidade das cadeias de valor global serem mais curtas e resilientes. Neste sentido, os governos poderão legislar no sentido de promover que determinados bens e serviços considerados essenciais, como o material de saúde de primeira necessidade, sejam produzidos localmente. A pandemia poderá assim reforçar o protecionismo a nível global, criando os consensos políticos e sociais necessários para a criação de redes de energia, indústrias e cadeias de distribuição mais autossuficientes. A UE já lhe deu um nome: autonomia estratégica. Esta alteração nas relações comerciais convergirá com um dos grandes desafios do nosso tempo, que são as alterações climáticas. Tal como veremos neste artigo, a luta contra as alterações climáticas e o objetivo de chegar a 2050 com zero emissões líquidas de GEE poderão ser incentivos importantes para reescrever as regras do comércio e da geopolítica internacional.

Comércio internacional verde: objetivos ambiciosos e momento de transição

De que forma se poderá conceber um sistema de comércio internacional que seja eficaz, justo e que contribua para alcançar os objetivos delineados no Acordo de Paris? Existem sinais de esperança por parte dos maiores poluentes: segundo um relatório do Global Energy Monitor (GEM), pela primeira vez na história a capacidade instalada de produção de energia com carvão diminuiu no primeiro semestre de 2020. A China, país responsável pela maior percentagem de emissões, fixou como objetivo alcançar a neutralidade climática em 2060 e triplicar a capacidade instalada de energia eólica e solar durante a próxima década. Por sua vez, os maiores produtores mundiais de petróleo e gás natural anunciaram este ano, na sua grande maioria, planos para reduzirem significativamente as suas emissões nas próximas décadas. Finalmente, o presidente eleito norte-americano Joe Biden reafirmou o seu compromisso com o Acordo de Paris, a sua vontade que os EUA alcancem a neutralidade climática em 2050 e anunciou a vontade de levar a cabo nos próximos anos um plano de investimentos de dois triliões de dólares, com uma aposta em energias limpas e em setores fundamentais para a transição ecológica.

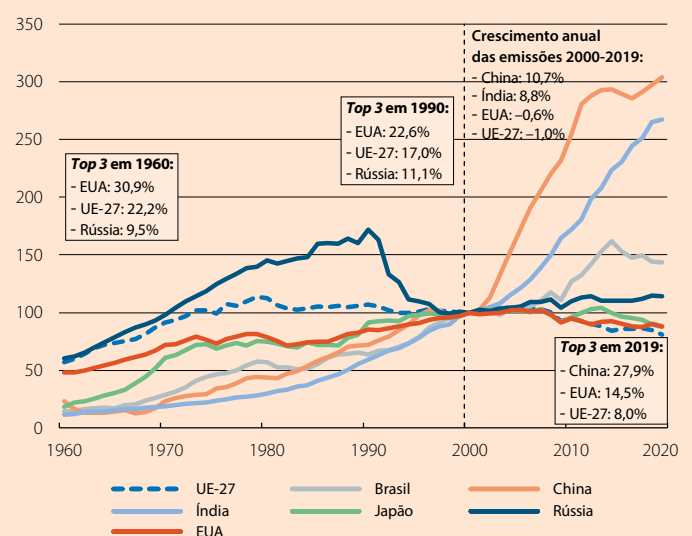
Mesmo assim, ainda estamos numa fase de transição, pois os mecanismos de cooperação internacional foram enfraquecendo muitos nos últimos anos, o que previsivelmente tornará ainda mais difícil que as boas intenções anunciadas até agora se transformem em políticas palpáveis e eficazes. Neste contexto, devemos pensar em instrumentos que ajudem a alinhar os incentivos de cada país com os objetivos globais de redução de emissões, que ajudem a evitar o *free-riding* ambiental e que fixem padrões de boas práticas. Uma destas políticas são os impostos transfronteiriços sobre as emissões. Vejamos de que se trata.

Impostos transfronteiriços sobre as emissões: as taxas do século XXI

O rumo traçado pela UE e por outros grandes emissores de gases poluentes para as próximas décadas em matéria de redução de emissões levará a uma subida significativa das taxas sobre essas emissões¹. Este facto poderá contribuir para a realocação das indústrias mais poluentes a partir de países ou regiões «verdes» para destinos mais «castanhos», onde possam ganhar vantagem competitiva graças aos menores preços das emissões e, a partir daí, exportar para outros destinos. Este fenómeno é conhecido como fuga do carbono. Com o objetivo de evitar esta fuga, foi ativado o debate em torno de um mecanismo europeu de ajusta-

Emissões globais de dióxido de carbono: principais emissores

Emissões anuais (100 = ano 2000)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Global Carbon Project.

1. Serão introduzidos mecanismos que tornem mais caras as emissões de gases de efeito de estufa. Existem dois mecanismos para encarecer as emissões de GEE: um mercado de emissões (o regulador fixa um limite máximo à quantidade total de toneladas de CO₂ que poderão ser emitidas por ano e região e, dentro do limite estabelecido, as empresas recebem ou compram direitos de emissão com os quais podem comercializar entre si) e um imposto sobre as emissões (o regulador fixa um preço para a emissão de GEE que aumenta progressivamente).

mento das emissões nas fronteiras ou, por outras palavras, de um imposto transfronteiriço que taxe sobre o conteúdo das emissões das importações de bens e serviços de forma semelhante aos impostos sobre as emissões poluentes estabelecidos a nível europeu².

Embora a sua conceção final possa variar, os planos delineados no contexto do *Green Deal* europeu parecem favorecer um mecanismo de ajustamento nas fronteiras dirigido a setores específicos, com o objetivo de responder a dois dos principais desafios da sua implementação: a complexidade administrativa e a sua legalidade no quadro da Organização Mundial do Comércio (OMC)³. No entanto, se este plano se centrar apenas em determinados setores, poderá gerar um efeito de substituição importante e que no final aumentem as importações dos setores não tributados por este mecanismo de ajustamento, especialmente produtos não sujeitos a este mecanismo, mas que integrem matérias-primas de setores que estão sujeitos ao imposto (um exemplo deste problema noutro contexto não relacionado com as alterações climáticas ocorreu nos EUA, onde foram introduzidas taxas aduaneiras muito elevadas sobre o metal, mas não foi taxada a importação de pregos). Assim, é provável que um mecanismo limitado a determinados setores, apesar do seu valor simbólico, acabe por ter uma eficácia limitada. Daí a importância de que este mecanismo possa ser generalizado para a maior parte dos setores e seja garantida a rastreabilidade da pegada de carbono de todos os produtos e dos seus componentes.

A implementação deste mecanismo não é só tecnicamente difícil, como é também complexa de implementar a nível político. Por um lado, os países mais prejudicados por este imposto tenderão a ser os países emergentes dado que geralmente possuem uma menor capacidade de produzir energias limpas. Desta forma, haverá um debate sobre se os investimentos deste mecanismo se deverão dedicar a fins estritamente europeus (em cujo caso se poderá perceber como uma ferramenta protecionista) ou a ajudas aos países de onde procedem os produtos taxados para que eles os produzam de uma forma mais limpa. Por outro lado, este mecanismo poderá acabar por provocar uma vaga de protecionismo ambiental em cascata se os países sujeitos a estes impostos decidirem exercer represálias⁴.

Perante as problemáticas descritas, as autoridades europeias deverão conseguir algo para desenvolverem um mecanismo de ajustamento das emissões que seja eficaz e que não provoque tensões geopolíticas importantes. Apenas nesse caso este mecanismo será capaz de dar exemplo às restantes economias, para acelerar a implementação de boas práticas meio ambientais no mundo inteiro.

Comércio internacional verde: existem alternativas, mas não panaceias

Que alternativas existem ao mecanismo de ajustamento de fronteiras? Uma alternativa é a coordenação a nível internacional para a introdução de limites às emissões por indústrias ou países e impostos sobre os excessos de emissões semelhantes ao sistema de comercialização de direitos de emissões que existe na UE. Estes instrumentos de coordenação internacional ganharão previsivelmente força nos dois lados do Atlântico, após a eleição do presidente eleito Joe Biden, como forma de pressionar terceiros países (em particular a China e a Índia) a reforçarem as suas atuações em matéria de transição energética. Uma alternativa complementar, que exigirá um grau de cooperação internacional maior que o mostrado até agora, será a criação de «clubes do clima»⁵, ou seja, acordos comerciais de países que tenham obtido consenso ao nível de um determinado preço internacional sobre as suas emissões. Estes clubes reunirão duas características essenciais: por um lado, os seus parceiros comprometer-se-ão a fixar o preço comum acordado sobre as suas emissões em vez de negociar reduções nacionais de emissões. Por outro lado, serão penalizados os países que decidirem não participar nestes clubes, por exemplo, através de quotas, taxas e mecanismos de ajustamento transfronteiriços. Estes «clubes climáticos» poderão assim constituir um fórum multilateral muito interessante para alinhar as estruturas de incentivos de redução de emissões dos países signatários do Acordo de Paris. Além disso os custos, por não fazerem parte do clube, serão crescentes com o seu tamanho dado que os países que decidam não participar perderão a oportunidade de aceder sem entraves aos mercados dos sócios do clube.

Neste contexto, e num ambiente geopolítico particularmente volátil, a importância de reafirmar e reforçar a liderança das instituições supranacionais é especialmente significativa, pois permitirá adotar políticas ambiciosas e duradouras. Atualmente, estão a ser propostas políticas mais a curto prazo – como os mecanismos de ajustamento nas fronteiras – para preencher o vazio que a fragilização da cooperação internacional deixou nestes últimos anos. No entanto, no futuro é necessário dar um passo em frente. No caso da OMC, principal sentinela do comércio internacional, é provável que as disputas comerciais se reacendam nos próximos anos, fruto do aumento do protecionismo, da reorganização das cadeias globais, dos objetivos meio ambientais díspares e das tensões geopolíticas latentes. Se as negociações para um acordo comercial pós-*Brexit* entre o Reino Unido e a UE se revelarem difíceis, a conceção de novos mecanismos de comércio internacional que favoreçam a proteção do meio ambiente também o será. O compromisso de todos em prol do meio ambiente com um espírito de cooperação global será a chave.

2. Ver, por exemplo, Mehling, M. *et al.* (2018). «Beat protectionism and emissions at a stroke». *Nature*, 559, 321-324.

3. É mais fácil restringir este mecanismo aos setores mais poluentes do que estendê-lo a todos os produtos, pois terão que ser calculadas todas as contribuições em todas as fases da cadeia de produção. Além disso, este mecanismo é dirigido apenas para importações de produtos sujeitos a fiscalidade meio ambiental a nível interno. Por exemplo, hoje em dia apenas 40% das emissões da UE se encontram dentro do regime de direitos de emissão comunitária. Ver, por exemplo, Gros, D. e Egenhofer, C. (2010). «Climate change and trade: taxing carbon at the border?» e Zachmann, G. e McWilliams, B. (2020). «A European carbon border tax: much pain, Little gain». *Bruegel Policy Contribution Issue* n.º 5.

4. O único mecanismo de ajustamento em vigor na fronteira é aplicado atualmente no mercado de energia da Califórnia, cobrindo 85% do total de emissões de gases poluentes e ilustra a importância da conceção do mecanismo para minimizar os desvios de comércio (OCDE. 2020. «Climate Challenge and Trade: Would border carbon adjustments accelerate or hinder climate action?»).

5. Ver Nordhaus, W. (2019). «Climate Change: The Ultimate Challenge for Economics». *American Economic Review*, 109(6), 1991-2014.

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., 2021

© CaixaBank, S.A., 2021

Design e produção: www.cegegglobal.com

