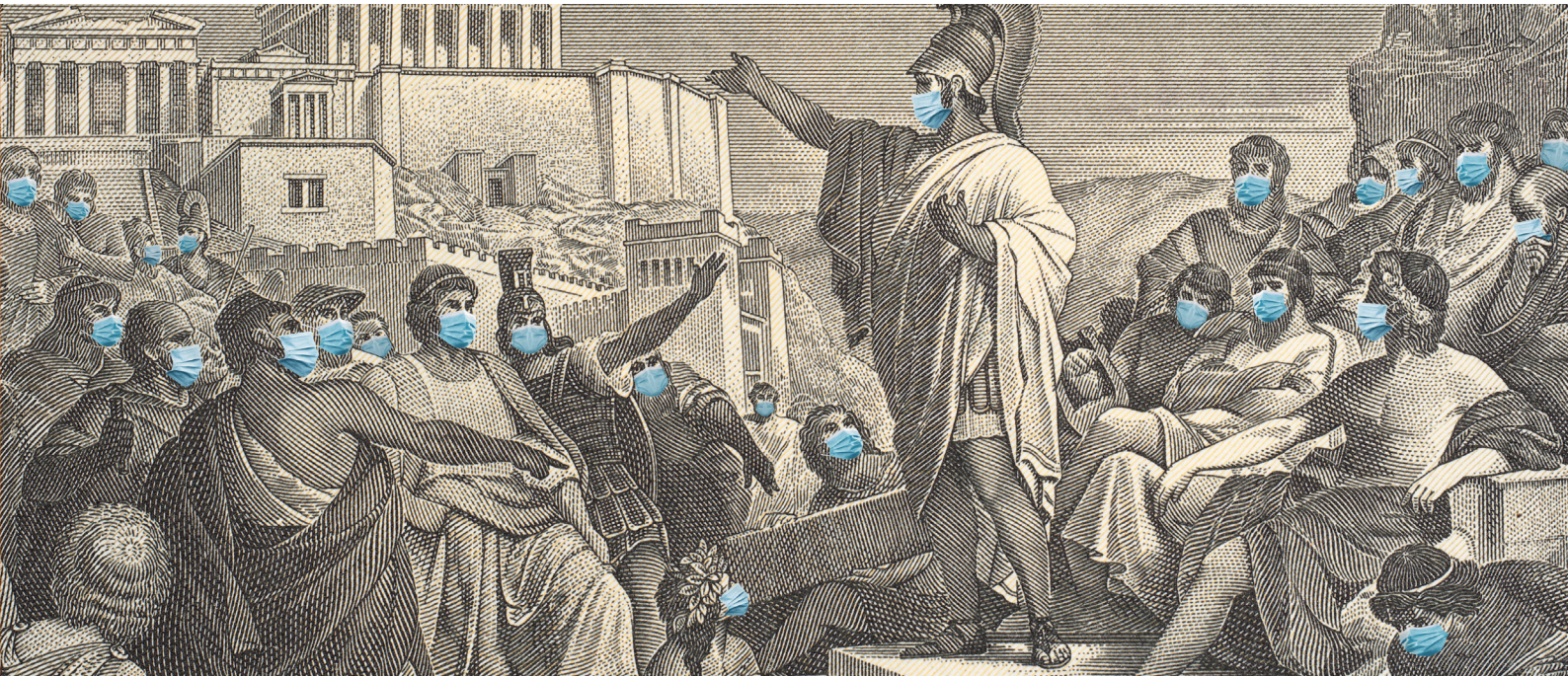


IM02

INFORMAÇÃO MENSAL
FEVEREIRO 2021



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS
*Aumento acentuado da dívida pública:
conseguirá a Zona Euro resistir?*

ECONOMIA INTERNACIONAL
Brexit: de irmãos a primos afastados

ECONOMIA PORTUGUESA
*Rendimento disponível em Portugal:
comportamento benigno numa crise
histórica*

DOSSIER: DEMOCRACIAS EM TEMPOS DE PANDEMIA

*Democracia e COVID-19: o momento
decisivo*

*Foram as democracias mais permissivas
em matéria de confinamento e realização
de testes?*

*Conseguiram as democracias um melhor
controlo das interações sociais?*

*Democracia e pandemia: mais luz
que escuridão*

INFORMAÇÃO MENSAL

Fevereiro 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 janeiro de 2021

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Aumento acentuado da dívida pública: conseguirá a Zona Euro resistir?*

11 *Matérias-primas: o ressurgir de um mercado no meio da recessão global*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

17 *Brexit: de irmãos a primos afastados*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Rendimento disponível em Portugal: comportamento benigno numa crise histórica*

26 ECONOMIA ESPANHOLA

29 DOSSIER: DEMOCRACIAS EM TEMPOS DE PANDEMIA

29 *Democracia e COVID-19: o momento decisivo*

31 *Foram as democracias mais permissivas em matéria de confinamento e realização de testes?*

33 *Conseguiram as democracias um melhor controlo das interações sociais?*

35 *Democracia e pandemia: mais luz que escuridão*

Desta vez é diferente... há luz ao fundo do túnel

A terceira vaga da pandemia mundial tem sido particularmente dura em Portugal, com um custo elevado em termos de saúde pública, letalidade e pressão hospitalar. E não se podem excluir que novas vagas se formem até ao verão, dado o grau de contágio das novas variantes do vírus. Todavia, estamos numa situação bem diferente de há um ano atrás. Desta vez, há «luz ao fundo do túnel»: em primeiro lugar, a perspetiva de vacinação e alcance possível de imunidade de grupo num horizonte não muito distante; em segundo lugar, os apoios públicos estão já definidos e são possíveis de serem afinados e até alargados; finalmente, muitas empresas e setores adaptaram-se ao «novo normal», reforçando a presença *online*, entre outras alterações.

Os indicadores de mobilidade confirmam o efeito das medidas de maior restrição, em vigor desde meados de janeiro – encerramento da restauração, espaços comerciais e, posteriormente, escolas e fronteiras. São medidas que têm impacto na atividade económica, mas são essenciais para a reversão da curva de contágios, como tem vindo a ocorrer. Outros indicadores confirmam o impacto na atividade económica, designadamente o indicador diário do Banco de Portugal DEI (agrega várias variáveis diárias, como o tráfego rodoviário, consumo de eletricidade, utilização de cartões de pagamento, etc), que, em janeiro, apontou para uma quebra da atividade de 3,3% em termos homólogos. Embora nos períodos de maiores restrições a evolução possa agravar – na primeira semana de fevereiro, os dados disponíveis apontam para redução de cerca de 4,5% - acreditamos que o alívio de restrições conduzirá possivelmente a que, no conjunto do trimestre, a queda de atividade em termos homólogos não se afaste muito dos 3% a 5%.

Acresce os progressos na vacinação, pois o seu avanço progressivo permitirá criar imunidade de grupo num futuro não muito distante. Existe enorme pressão para todos os estados avançarem com este processo e, depois de uma fase inicial de acerto, esperamos que os avanços sejam rápidos, em linha com o programa. Refira-se que, em início de fevereiro, cerca de 3% da população portuguesa já estava vacinada, sendo objetivo comum a todos os estados membros da União Europeia que 70% da população adulta esteja vacinada até final do verão. Com o avanço deste processo, à medida que maior imunidade se gere, a atividade económica poderá regressar mais rapidamente ao «normal», reduzindo-se progressivamente as restrições à mobilidade.

E, num contexto de regresso a uma nova normalidade, é determinante que a capacidade de produção, não só de bens como de serviços, esteja pronta e capaz de dar resposta. Não sabemos como vai ser o verão de 2021. Mas temos que garantir que estamos preparados para dar resposta caso a procura de serviços turísticos aumente face a 2020, como se espera. Recordamos que este é um setor chave da atividade económica, cujo consumo equivale a cerca de 15% do PIB e que na época pré-Covid representava quase 10% do emprego direto. Em 2020, as receitas de turismo caíram mais de 60% face ao ano anterior, recuando quase 3 décadas. Vamos preparar a época de 2021 com vista a que seja melhor.

Para que corra bem e que a capacidade produtiva não seja destruída, os apoios públicos terão de ser particularmente eficazes. Várias medidas têm sido anunciadas e vários programas reforçados – regresso do *layoff* simplificado, reforço das linhas de crédito, flexibilização de acessos a subvenções para micro e pequenas empresas, etc – mas mais e melhor terá sempre de ser o objetivo por forma a evitar, por um lado, a destruição de capacidade produtiva e, por outro, o alargamento do fosso de desigualdades. E neste capítulo é bem-vindo o espaço adicional providenciado pela execução orçamental de 2020, pois o défice terá ficado abaixo do inicialmente previsto, garantindo espaço de manobra para a resposta de políticas públicas, que terá de manter-se muito firme e determinada em 2021. Também nesta vertente se pode afirmar que «desta vez é diferente», pois há uma enorme disponibilidade para entreatajuda e suporte a nível comunitário. Este espaço de manobra tem que ser aproveitado agora, para que no futuro possamos garantir uma economia suficientemente dinâmica que nos permita, nessa altura, esboroar a dívida que, entretanto, se acumular.

E, por tudo isto, por acreditarmos que a época de turismo de 2021 não será perdida, que os apoios serão eficazes e que o ritmo de vacinação irá acelerar, que mantemos a nossa previsão de crescimento da atividade este ano em 4,9%. Claro que nada está garantido, pelo que hesitação em algum destes fatores implicará sempre uma reapreciação possível, pois os riscos permanecem significativos.

Paula Carvalho

Lisboa, 10 de fevereiro de 2021

Cronologia

JANEIRO 2021

- 15** Portugal anuncia novo confinamento face ao aumento significativo de novos casos de COVID-19 (superaram 16 mil diários), e tendo em conta pressão hospitalar e letalidade.
A contagem oficial de óbitos por COVID-19 supera, a nível mundial, 2 milhões de pessoas.
- 20** Joe Biden presta juramento como novo presidente dos EUA. No início do mês, simpatizantes de Donald Trump irromperam pela sede do Capitólio em protestos pelos resultados eleitorais.

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.

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%.

Agenda

FEVEREIRO 2021

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
Portugal: PIB (4T).
Zona Euro: PIB (4T).
- 10** Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 15** Portugal: atividade turística (dezembro).
Japão: PIB (4T).
- 19** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 24** 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: IPC (fevereiro).
Portugal: IPC (fevereiro).

MARÇO 2021

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 3** Portugal: emprego e desemprego (janeiro).
- 5** Espanha: *rating* da Moody's.
- 11** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 12** Portugal: *rating* da S&P.
- 16-17** Comité Monetário da Fed.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 19** Espanha: *rating* S&P.
Portugal: *rating* da Moody's.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).
- 25** Espanha: balança de pagamentos e PIIL (4T).
Portugal: preços da habitação (fevereiro).
- 25-26** Conselho Europeu.
- 26** Espanha: PIB por componente (4T).
Portugal: PIB por componente (4T).
Portugal: saldo orçamental (2020)
- Portugal: taxa de poupança das famílias (4T)
- 30** Espanha: IPC (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (março).

A economia resiste à segunda vaga

«O medo está sempre disposto a ver as coisas piores do que elas são». São palavras velhas e sábias de Tito Lívio. Muito pertinentes no contexto atual de pandemia. Vivemos rodeados por um fluxo constante de notícias negativas e preocupantes. Muitas famílias e empresas encontram-se numa situação crítica. Nestas circunstâncias, perceber que algumas coisas estão a correr melhor do que esperávamos há poucos meses parece um exercício voluntarista. Contudo, a economia no seu todo, embora não o pareça, é uma delas. O aumento dos contágios que ocorreu nos principais países desenvolvidos e o maior aperto e persistência das restrições à mobilidade e à atividade fizeram-nos regressar aos piores momentos do passado mês de abril. No entanto, temo-nos adaptado com resignação e também com espírito de superação.

Certamente, a queda da atividade que ocorreu no ano passado foi histórica (podemos inclusivamente substituir este adjetivo por outro mais altissonante), mas foi inferior à queda que esperávamos há poucos meses, pelo menos para a grande maioria dos economistas incluindo os economistas desta casa. Para os EUA, a Zona Euro e a Espanha, em outubro de 2020 (ainda há bem pouco tempo), menos de 15% dos analistas que participam no denominado consenso de economistas acertaram nas suas previsões ou foram excessivamente otimistas. A maior parte de nós pecámos por sermos pessimistas, mesmo tendo em conta que naquela altura não esperávamos que ocorresse uma segunda vaga de contágios tão virulenta. Se o soubéssemos, de certeza que todos nós teríamos desenhado um cenário económico ainda mais sombrio. A capacidade de resistência que a economia mostrou durante os últimos meses quando temos em conta este fator é ainda mais surpreendente. Uma vez mais ficaram expostas as dificuldades que temos para antecipar alterações no comportamento das pessoas, da política ou da tecnologia. Nos últimos meses melhorámos muito em todas as frentes. Voltaremos a pecar por excesso de pessimismo?

Os últimos indicadores sugerem que o processo de recuperação estagnou nas principais economias desenvolvidas. Algumas economias encerraram o 4T 2020 com ligeiros avanços em cadeia, como os EUA (+1,0%), Espanha (+0,4%), Portugal (+0,4%) ou Alemanha (+0,1%), enquanto outras deram um passo atrás, como França (-1,3%) ou Itália (-2,0%). Os indicadores do mês de janeiro mostram que esta tendência se mantém. O processo de recuperação está em pausa. Não são observados grandes avanços nem recaídas como as vividas na primeira vaga. Em Espanha, a taxa de variação homóloga dos inscritos na Segurança Social que não se encontram em situação de ERTE (Layoff) melhorou apenas ligeiramente em janeiro em comparação com os registos dos meses anteriores. O consumo das famílias, de acordo com o indicador em tempo real do Caixa-

Bank Research, apresenta uma dinâmica semelhante. A desigualdade salarial, que aumentou muito nos meses de abril e maio, tendo melhorado significativamente nos seguintes meses, não cresceu após o eclodir da segunda vaga, também de acordo com o monitor de desigualdade em tempo real do CaixaBank Research.

O novo cenário de previsões do FMI considera que esta dinâmica se manterá até que a distribuição das vacinas tenha protegido os grupos de risco. Uma meta que a maior parte das economias desenvolvidas esperam alcançar durante o segundo trimestre. Enquanto isto não acontece, os riscos negativos prevalecem: as dificuldades técnicas associadas aos ambiciosos planos de vacinação que estão a ser executados são evidentes e as novas variantes do vírus pressupõem uma ameaça aterradora. Contudo, o FMI indica também que, uma vez alcançada esta meta, as surpresas positivas poderão ser substanciais: a melhoria da confiança que poderá ocorrer assim que a população estiver imunizada poderá vir acompanhada de um aumento do consumo e um investimento maior que o esperado. No seu conjunto, o FMI prevê um crescimento global de 5,5% este ano e de 5,9% para a Espanha (números muito parecidos com os números do cenário do CaixaBank Research). No entanto, sugere que o crescimento possa ser 0,75 p.p. superior a nível mundial se se materializarem os riscos positivos e que a subida poderá ser superior nas economias desenvolvidas.

No cenário financeiro, o FMI destaca que apesar dos problemas de solvência das empresas não financeiras terem sido limitados até à data, a pressão sobre o setor empresarial continuará a ser elevada em todos os países e assinala que será de esperar que ocorra um aumento da dívida, especialmente se as medidas de apoio ao tecido produtivo forem retiradas antes da recuperação ficar bem estabelecida. Neste sentido, convém lembrar que em Espanha ocorreu uma forte subida da dívida das empresas, mas que o ponto de partida, a nível agregado, era relativamente confortável após anos de redução da dívida. Assim, o nível de endividamento mantém-se claramente abaixo dos níveis alcançados durante a anterior crise e também abaixo dos registos do conjunto da Zona Euro. Isto não significa que existam situações de sobre-endividamento, sobretudo nos setores mais afetados pela crise, mas não se trata de um problema generalizado.

Retratar a realidade económica que nos rodeia é extremamente complexo. Exige combinar constantemente palavras altissonantes porque sentimos que estamos a viver momentos históricos, com uma grande variedade de aspetos, visto que a incerteza é muito elevada e porque os acontecimentos se sucedem a uma velocidade nunca antes vista. Não obstante, a confusão e o esgotamento que isto poderá acabar por criar não deverão condicionar os nossos pontos de vista e fazer-nos ver as coisas piores do que já são.

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	0,25	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,58	2,83	1,86	0,93	1,40	1,50
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	-0,48	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,85	-0,31	-0,40	-0,54	-0,50	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,00	-0,24	-0,34	-0,52	-0,48	-0,38
Euribor 12 meses	3,40	1,19	-0,13	-0,26	-0,50	-0,45	-0,35
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	-0,40	0,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,06	-0,02	-0,36	-0,57	-0,39	-0,06
Dívida pública 5 anos	3,91	2,59	0,36	-0,09	-0,41	-0,28	0,12
Dívida pública 10 anos	4,42	3,60	1,42	0,44	0,05	0,10	0,50
Prémio de risco	11	178	117	71	62	50	50
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,02	-0,18	-0,34	-0,61	-0,32	0,05
Dívida pública 5 anos	3,96	4,67	0,47	-0,12	-0,45	-0,32	0,14
Dívida pública 10 anos	4,49	5,35	1,72	0,40	0,02	0,10	0,53
Prémio de risco	19	353	147	67	60	50	53
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,29	1,14	1,11	1,22	1,22	1,22
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,40	127,89	121,40	126,39	130,54	130,54
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	98,97	112,38	109,25	103,83	107,00	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,90	0,85	0,90	0,89	0,90
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,64	0,79	0,76	0,74	0,73	0,74
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	82,5	57,7	65,2	50,2	60,0	62,0
Brent (euros/barril)	36,4	63,2	50,7	58,6	41,3	49,2	50,8

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	-3,5	5,5	4,0
Países desenvolvidos	2,7	1,3	2,2	1,7	-4,9	4,6	3,0
Estados Unidos	2,7	1,5	3,0	2,2	-3,5	4,9	3,4
Zona Euro	2,2	0,7	1,9	1,2	-6,8	4,3	2,7
Alemanha	1,6	1,3	1,6	0,6	-5,3	3,2	2,2
França	2,2	0,8	1,7	1,5	-8,3	5,7	3,1
Itália	1,5	-0,5	0,8	0,3	-8,9	5,0	2,5
Portugal	1,5	0,0	2,9	2,2	-7,6	4,9	3,1
Espanha	3,7	0,3	2,4	2,0	-11,0	6,0	4,4
Japão	1,4	0,5	0,6	0,3	-5,2	3,5	1,3
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	-2,5	6,2	4,6
China	10,6	8,3	6,7	6,0	2,3	8,3	4,5
Índia	9,7	6,9	6,8	4,9	-8,9	9,5	7,3
Brasil	3,6	1,6	1,8	1,4	-4,4	3,0	2,5
México	2,4	2,1	2,2	0,0	-8,3	3,5	2,2
Rússia	7,2	0,9	2,5	1,3	-3,1	3,0	2,2
Turquia	5,4	5,1	2,8	0,9	-2,2	4,0	3,4
Polónia	4,2	3,4	5,4	4,6	-2,8	3,0	4,9
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	3,6	3,5	3,2	3,5	3,2
Países desenvolvidos	2,1	1,5	2,0	1,4	0,6	1,2	1,5
Estados Unidos	2,8	1,7	2,4	1,8	1,2	2,3	2,0
Zona Euro	2,1	1,4	1,8	1,2	0,3	1,1	1,2
Alemanha	1,7	1,3	1,9	1,4	0,4	1,2	1,3
França	1,8	1,2	2,1	1,3	0,5	1,1	1,2
Itália	1,9	1,5	1,2	0,6	-0,1	0,9	1,0
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	1,1	1,5
Japão	-0,3	0,3	1,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	1,9	2,4	2,5	1,8	0,9	1,5	1,2
Países emergentes	6,7	5,7	4,9	5,1	5,1	4,5	4,3
China	1,7	2,6	2,1	2,9	2,5	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	3,2	4,1	3,5
México	5,2	4,2	4,9	3,6	3,4	3,8	3,7
Rússia	14,2	8,7	2,9	4,5	4,9	3,5	4,0
Turquia	27,2	8,4	16,2	15,5	14,6	10,4	8,0
Polónia	3,5	2,0	1,2	2,1	3,7	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	-7,6	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	-12,6	7,9	3,5
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	2,6	2,3	4,5	6,3	2,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-2,8	6,1	2,7	-12,4	5,6	7,5
Bens de equipamento	4,9	-0,5	5,4	4,4	-13,4	12,7	8,0
Construção	5,7	-5,2	9,3	1,6	-15,8	0,8	7,1
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,7	2,7	1,5	-8,7	6,7	4,0
Exportação de bens e serviços	4,7	3,1	2,3	2,3	-20,9	6,6	7,6
Importação de bens e serviços	7,0	-0,3	4,2	0,7	-16,8	7,8	6,6
Produto interno bruto	3,7	0,3	2,4	2,0	-11,0	6,0	4,4
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	2,6	2,3	-7,5	0,0	2,2
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,5	15,3	14,1	15,5	17,9	16,5
Índice de preços no consumidor	3,2	1,4	1,7	0,7	-0,3	1,1	1,5
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	1,2	2,4	5,8	-5,6	-0,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-0,8	1,9	2,0	1,1	1,6	2,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,4	2,4	2,4	1,3	1,8	2,3
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

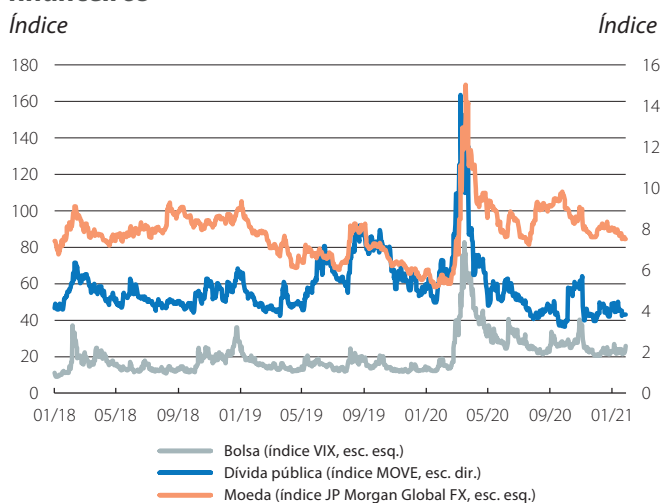
Início de ano volátil nos mercados financeiros

Os mercados iniciam 2021 à procura de rumo. O sentimento dos investidores iniciou o ano com ânimo, levantado pelo desvanecer de algumas fontes de incerteza, como o *Brexit* ou a transição da presidência dos EUA, o início da vacinação em vários países e as expectativas sobre uma primeira proposta de pacote fiscal de Joe Biden. No entanto, o agravamento dos indicadores da pandemia e a extensão das medidas de confinamento na maior parte das economias avançadas reduziram o apetite pelo risco. Assim, os diversos indicadores de sentimento económico mantêm-se em níveis contidos, especialmente na Zona Euro, sugerindo que a atividade económica continuará estagnada devido à pandemia, neste primeiro trimestre de 2021. Neste contexto, as bolsas mostraram uma tendência mista no conjunto do mês de janeiro, enquanto as taxas de juro soberanas continuaram suportadas por bancos centrais determinados em manter condições financeiras muito favoráveis. De facto, os principais bancos centrais focaram as suas últimas reuniões em afugentar os boatos sobre uma eventual retirada prematura dos estímulos monetários. Além disso, como tem vindo a ser habitual, a Fed e o BCE afirmaram que possuem capacidade para «lançarem mais achas para a fogueira» e desta forma oferecerem um ambiente financeiro com uma «chama» ainda mais acomodatória se a conjuntura assim o exigir.

As bolsas não estão ainda imunes à COVID. Os principais índices bolsistas iniciaram o ano com ganhos generalizados nas primeiras semanas, incentivados por um início esperançoso da vacinação a nível mundial. No entanto, a constatação que a pandemia continuará a afetar a atividade no decorrer do 1T acabou por pesar no ânimo dos investidores. Assim, a maioria dos índices da Zona Euro registaram quedas no conjunto do mês (Eurostoxx 50 -2,0%, Ibex 35 -3,9% e PSI-20 -2,1%), enquanto os índices norte-americanos puderam enfrentar melhor a situação, tendo registado novos máximos históricos nalgumas sessões suportadas, em parte, num início de campanha de resultados empresariais melhores que o esperado (S&P 500 +1,1% e Nasdaq +0,3%). Por sua vez, na Ásia tanto os índices das economias emergentes como os índices do Japão registaram avanços consideráveis (Ásia emergente +4,2% e Japão +0,8%).

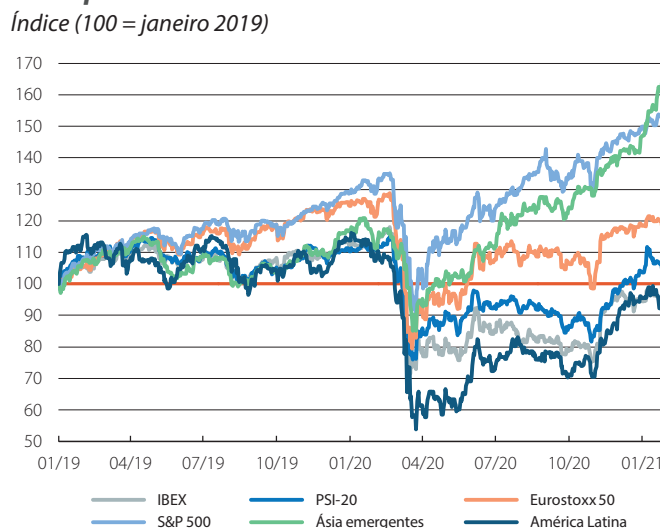
A OPEP adapta a produção de petróleo à evolução da procura. Perante a perspetiva que o crescimento económico será contido no 1T, a OPEP e os seus parceiros (OPEP+) decidiram adiar o aumento de produção de 2 milhões de barris diários (mbd) previsto anteriormente para o início de 2021. Após a reunião que teve lugar a 5 de janeiro, foi acordado que a Rússia e o Cazaquistão aumentassem de forma ligeira e gradual a sua produção até março (+0,15 mbd em conjunto) e que a Arábia Saudita a irá reduzir, voluntariamente, em 1 mbd. Assim, a OPEP+ não só não aumentou a produção para o 1T 2021, tendo-a reduzido no seu conjunto. Este apoio do cartel isolou o preço do barril de Brent da deterioração no sentimento económico e dos investidores, tendo favorecido que este aumentasse inclusivamente quase 8% no conjunto do mês para 55 dólares.

Volatilidade implícita nos mercados financeiros



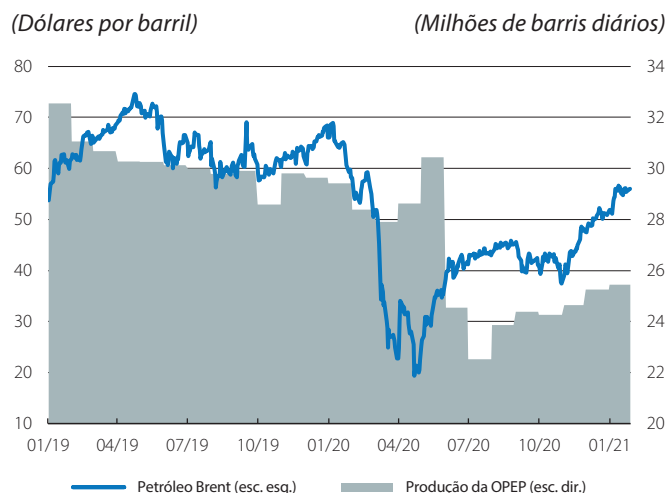
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais bolsas internacionais



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

Petróleo: preço do barril de Brent e produção da OPEP



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

As compras de ativos do BCE continuarão a ser fundamentais em 2021.

Após a reunião do Conselho de Governadores celebrada no passado 21 de janeiro, Christine Lagarde explicou que o BCE se sente confortável com as previsões económicas apresentadas em dezembro, nas quais o BCE já projetava o prolongar da situação de pandemia durante o 1T 2021, uma recuperação incompleta da atividade económica até ao início de 2022 e uma fragilidade na inflação subjacente a curto e médio prazo. Além disso, Lagarde referiu que, com as medidas anunciadas em dezembro, o BCE se muniu de músculo suficiente para enfrentar 2021 com garantias. Em particular, o Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) está dotado de uma capacidade para a compra de ativos de dívida pelo valor total de 1,85 biliões de euros (em 2020 o BCE gastou 0,76 biliões tendo-lhe restado 1,1 biliões, ou seja, 9,2% do PIB pré-pandemia da Zona Euro), os quais poderão ser utilizados até ao 1T 2022 com um ritmo flexível de compras líquidas e que se poderá adaptar semanalmente à exigência da conjuntura. Ou seja, apenas com a capacidade disponível do PEPP o BCE poderá comprar tantos ativos em 2021 como os que adquiriu com a soma de todos os seus programas em 2020 (uma capacidade com a qual continuará a dar cobertura à política fiscal, como analisamos no Focus «Aumento abrupto da dívida pública: resistirá a Zona Euro?» nesta edição da *Informação Mensal*). Além disso, o BCE esclareceu que é também provável que não seja utilizada a totalidade do programa, pois o mesmo será alargado.

A Fed manterá o estímulo enquanto continuarem os riscos.

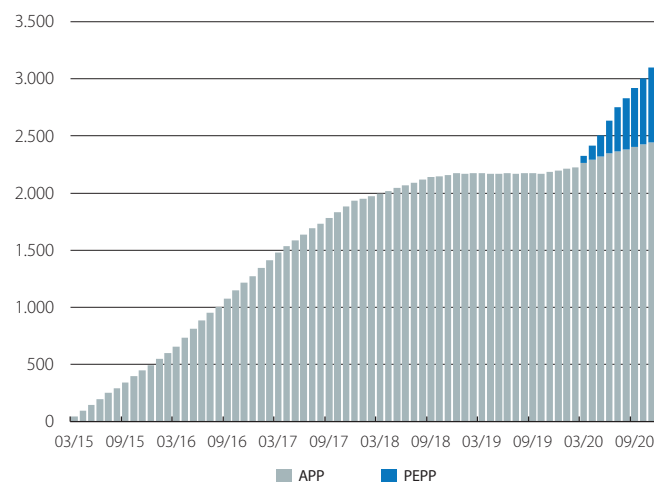
Na sua reunião de janeiro, a instituição presidida por Jerome Powell manteve as taxas de juro oficiais em níveis mínimos (0,00%-0,25%) e as compras líquidas de ativos no ritmo mensal atual (80.000 milhões de dólares em *treasuries* e 40.000 milhões de dólares em MBS). Embora Powell tenha reconhecido que as perspetivas a médio prazo tinham melhorado, referiu também que os riscos a curto prazo se mantêm elevados (aumento dos contágios, novas variantes do vírus e um ritmo lento de vacinação). Por isso, Powell foi contundente ao indicar que a Fed deverá manter um ambiente acomodatório durante 2021, pôs termo a especulações sobre uma possível retirada rápida dos estímulos e reafirmou que, quando esta chegar, será gradual e anunciada com muita antecedência.

As taxas de juro soberanas registam uma ligeira melhoria do cenário a médio prazo.

Assim o mostra a subida com a qual as taxas de juro sobre o *bund* alemão e, especialmente, o *treasury* a 10 anos norte-americano iniciaram o ano. Para a subida desta última taxa de juro foram cruciais as expectativas sobre o crescimento e inflação que os investidores conferiram à proposta de estímulo fiscal de Joe Biden. Enquanto isto, na periferia da Zona Euro, os prémios de risco mantiveram-se relativamente estáveis, exceção feita à Itália. A retirada do apoio do partido Itália Viva ao Governo de Giuseppe Conte resultou na perda da maioria absoluta que o mesmo detinha nas duas câmaras do parlamento, sendo que os partidos deverão procurar novos apoios para evitar a convocatória de eleições antecipadas. Esta situação não passou despercebida aos investidores e, como reflexo de que não esperam uma ida antecipada às urnas, o prémio de risco italiano apenas subiu ligeiramente.

Dívida pública detida pelo BCE

(Milhares de milhões de euros)



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

Taxas de juro da dívida pública a 10 anos

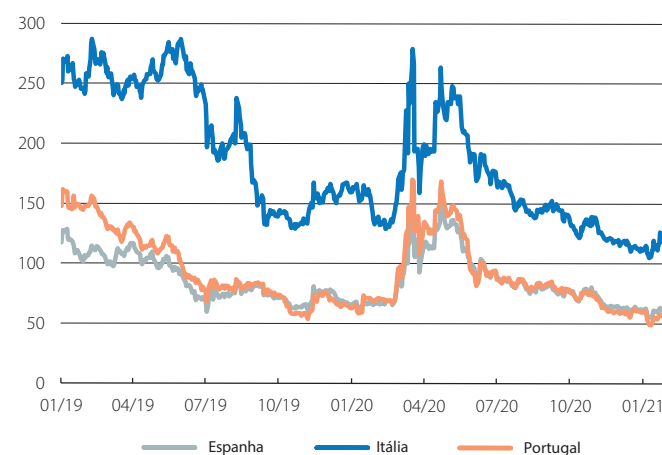
(%)



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

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

(p. b.)



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

Aumento acentuado da dívida pública: conseguirá a Zona Euro resistir?

- A COVID-19 está a provocar um aumento acentuado da dívida pública. Contudo, a redução sustentada das taxas de juro e a extensão dos vencimentos dão cobertura às economias europeias e aliviam o encargo financeiro.
- Em 2021, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas contam com o apoio dos fundos europeus e da política acomodatória do BCE.

A COVID-19 está a provocar um aumento acentuado da dívida. Desde a eclosão da pandemia que os rácios de dívida pública aumentaram súbita e acentuadamente e alcançaram níveis praticamente nunca vistos (os antecedentes estão estreitamente associados às grandes guerras). Por exemplo, em Itália e em Espanha está previsto um salto de +25 p.p. do PIB apenas num ano, quando, após a crise financeira de 2007-2008, os dois países demoraram cinco e três anos, respetivamente, a acumular um aumento parecido (naquela altura existia uma maior margem de manobra fiscal)¹.

O aumento da dívida pública é uma reação necessária e eficaz para atenuar os danos provocados por uma queda sem precedentes nos rendimentos das famílias e das empresas: endividar-se consiste em cortar esta queda excecional em partes mais pequenas e distribuí-las ao longo do tempo. Contudo, em muitos casos partimos de níveis de dívida pública já elevados. A sustentabilidade não é questionada² mas suscita algumas dúvidas. Além disso, preocupa a médio prazo que um maior peso da dívida afete o desempenho económico.

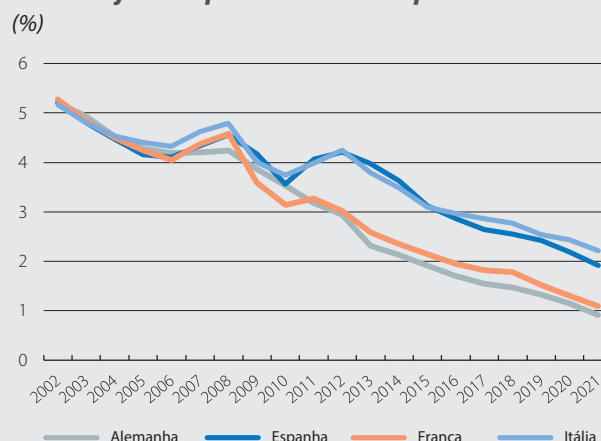
Uma condição básica para gerir o aumento acentuado da dívida pública, e lançar as bases para a reduzir gradualmente no futuro, assenta na necessidade das economias recuperarem com crescimentos sustentados. Neste sentido é fundamental que a crise não paralise (por exemplo, devido a uma política económica muito tímida ou uma retirada prematura dos estímulos) e que sejam aproveitadas as oportunidades para dinamizar o crescimento de fundo (por exemplo, através da melhoria da capacidade de adaptação às novas tecnologias e às transformações energéticas e meio ambientais).

Além disso, ao avaliar as consequências do aumento da dívida, não só é preciso considerar o nível no qual se irá situar, como a curto prazo é também muito importante a carga financeira que isto acarreta (os fluxos de pagamentos da dívida em comparação com os fluxos de receitas). Num ambiente de taxas de juro baixas e de uma dívida financiada com vencimentos a longo prazo, a carga financeira deverá ser suportável. De facto, na Zona Euro existem condições para que assim seja. Especificamente, a redução sustentada das taxas de juro ao longo das últimas

1. Consultar o artigo «O peso da dívida da COVID-19» no Dossier da IM10/2020.

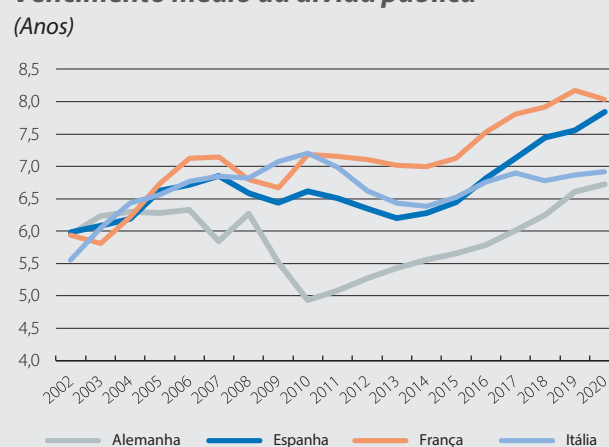
2. Ver o Focus Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro? na IM05/2020.

Taxa de juro implícita da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões da Comissão Europeia (Previsão do outono de 2020).

Vencimento médio da dívida pública



Fonte: BPI Research, a partir dos dados dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália.

duas décadas (ver o primeiro gráfico) e a extensão dos vencimentos da dívida (segundo gráfico) estão a dar cobertura às economias europeias e aliviam o encargo da sua dívida em termos de fluxos de pagamentos. Por outras palavras, como é possível observar no terceiro gráfico, o encargo da dívida (definida, formalmente, como os pagamentos de juros e do capital que se vence como percentagem do PIB) foi menos severa do que os aumentos acentuados nos rácios de dívida sobre PIB poderiam sugerir.

Em 2021, a reativação mais sustentada da economia deverá fornecer um certo alívio ao peso da dívida, tanto pelo «efeito denominador» do PIB nos rácios da dívida pública

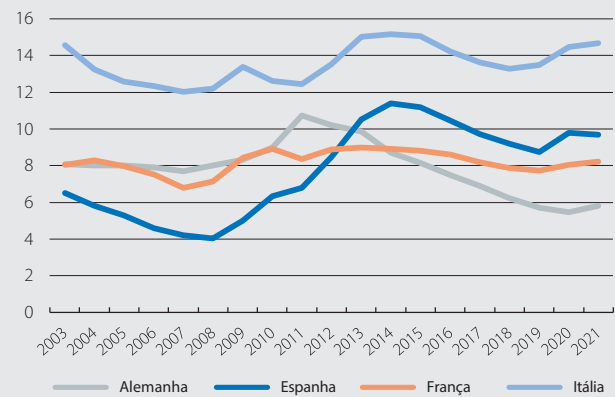
ou nos rácios de défice público como pelo próprio impacto cíclico da atividade económica nas contas públicas (com a recuperação de receitas fiscais e uma menor pressão dos estabilizadores automáticos sobre as despesas). Por outro lado, embora neste cenário em 2021 as contas públicas não sejam tão deficitárias como em 2020, os saldos públicos irão ainda continuar em terreno claramente negativo. No entanto, as necessidades de financiamento das Administrações Públicas contam com uma boa cobertura. Em primeiro lugar, o apetite dos investidores resistiu bem aos embates da pandemia, tal como demonstra o sucesso das emissões de dívida de todos os Tesouros nacionais em 2020. Em segundo lugar, em 2021 chegarão as primeiras transferências dos fundos europeus dentro do programa Next Generation EU³. E, em terceiro lugar, a política monetária acomodaticia do BCE continuará a oferecer apoio à necessária ação da política fiscal. De facto, os programas de compra de ativos do BCE permanecerão muito ativos nos mercados secundários no decorrer de 2021, gerando liquidez significativa e estimulando a disposição dos investidores privados para absorverem as necessidades de financiamento público nos mercados primários (ver o quarto gráfico).

A importância do BCE destaca-se não só quando são analisados os défices públicos de 2021, mas também quando é avaliado o peso do endividamento ao nível dos rácios de dívida sobre o PIB. Os rácios de dívida pública oferecem dados bastante menos severos quando é tido em conta o papel do BCE (ver o último gráfico). Ou, dito de outra maneira: no seu conjunto, a dívida pública conta com uma base de investidores mais estável e que a protege de turbulências. Além disso, os rácios exibem também menos tensão quando a dívida líquida é tomada em consideração: ou seja, os ativos financeiros propriedade do Governo (como reservas de ouro, moedas estrangeiras, depósitos ou títulos de dívida) são descontados dos rácios normalmente utilizados (brutos). Contudo, convém não esquecer que qualquer dia o banco central deixará de acumular dívida pública no seu balanço. Será importante que, até lá, os governos tenham saneado suficientemente as suas contas.

3. Ver «Tudo o que sempre quis saber sobre o Plano de Recuperação Europeia e que nunca ousou perguntar» na IM11/2020. Além disso, os Estados que assim o pretendam, também podem contar com os empréstimos do Mecanismo Europeu de Estabilização (MEDE).

Estimativa do peso da dívida *

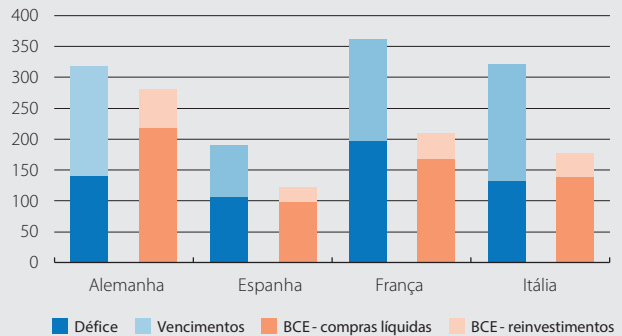
(% do PIB)



Nota: * Rácio entre os pagamentos de juros e de vencimentos anuais e o PIB nominal.
Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados da Comissão Europeia (custo médio da dívida, PIB nominal e dívida pública bruta) e dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália (vida média da dívida).

Necessidades de financiamento público em 2021

(Milhares de milhões de euros)

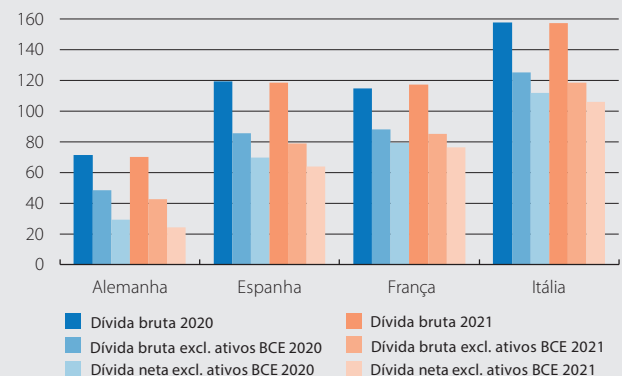


Nota: Assume-se que o BCE faz compras no âmbito do PEPP a um ritmo de 60.000 milhões mensais (ou seja, semelhante ao do 4T 2020 e com o qual em 2021 gastará 65% da capacidade total restante do programa), enquanto o APP continua com compras líquidas de 20.000 milhões mensais durante todo o ano de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir de cálculos e previsões próprias, previsões da Comissão Europeia (previsão do outono) e dos dados dos Departamentos do Tesouro da Alemanha, Espanha, França e Itália.

Dívida pública (1,2)

(% do PIB)



Notas: 1. Assume-se que o BCE faz compras no âmbito do PEPP a um ritmo de 60.000 milhões mensais (ou seja, semelhante ao do 4T 2020 e com o qual em 2021 gastará 65% da capacidade total restante do programa), enquanto o APP continua com compras líquidas de 20.000 milhões mensais durante todo o ano de 2021. 2. A dívida líquida subtrai os ativos financeiros propriedade do governo (ouro, moedas estrangeiras, depósitos, títulos de dívida, empréstimos, seguros, etc.) da dívida bruta.

Fonte: BPI Research, a partir de cálculos e previsões próprias e previsões da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional.

Matérias-primas: o ressurgir de um mercado no meio da recessão global

- Os preços das matérias-primas finalizaram 2020 com um crescimento significativo, enquanto as grandes economias mundiais (exceto a China) sofreram fortes quedas no seu PIB.
- A conjugação de fatores de procura e de oferta e de elementos da conjuntura financeira desencadearam o desajustamento entre os preços das matérias-primas e a atividade da economia real.

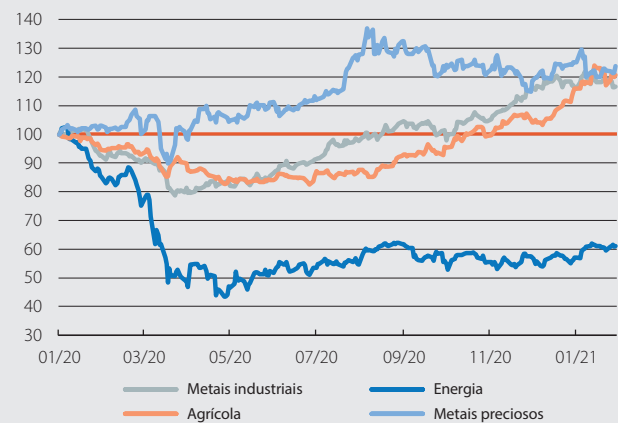
A COVID-19 implicou um duro choque para a economia mundial e afundou-a na recessão mais profunda desde a Segunda Guerra Mundial. Esta contração atingiu também o mercado das matérias-primas, onde inicialmente a descida dos preços de muitas das *commodities* chegou a situá-los nos níveis mais baixos desde 2009, com o petróleo como grande protagonista destas quedas. As estimativas do BPI Research sugerem que no final de 2020 o PIB mundial se encontrava perto de 3% abaixo do seu nível anterior à pandemia. No entanto, este dado contrasta com a recuperação significativa dos preços das *commodities*, que terminaram, na sua maioria, acima dos níveis de fecho de 2019 (ver o primeiro gráfico).

Porque é que aumentaram os preços das matérias-primas se a economia mundial estava a atravessar uma crise profunda? Encontramos esta resposta numa combinação de fatores de procura e oferta e de elementos financeiros.

Em primeiro lugar, analisamos os catalisadores da procura. Após o impacto inicial da pandemia, o levantamento gradual das restrições à mobilidade a partir do 2T e os pacotes de estímulo económico impulsionaram a recuperação da atividade tendo, portanto, resultado num aumento da procura de matérias-primas, principalmente das matérias-primas associadas ao ciclo económico. No outono, face ao aumento dos contágios, muitos países tiveram que reativar parte das restrições à mobilidade. No entanto, ao fazê-lo de uma forma menos severa, não limitaram a continuidade da recuperação da atividade industrial e do aumento do comércio internacional (que inclusivamente superou os seus níveis de finais de 2019). Além disso, e ao contrário do resto do mundo, o controlo da pandemia da China permitiu que a sua economia continuasse a crescer (+6,5% homólogo no 4T 2020), em grande parte graças à sua pujança industrial, tendo relançado as suas importações de matérias-primas, principalmente de metais industriais.

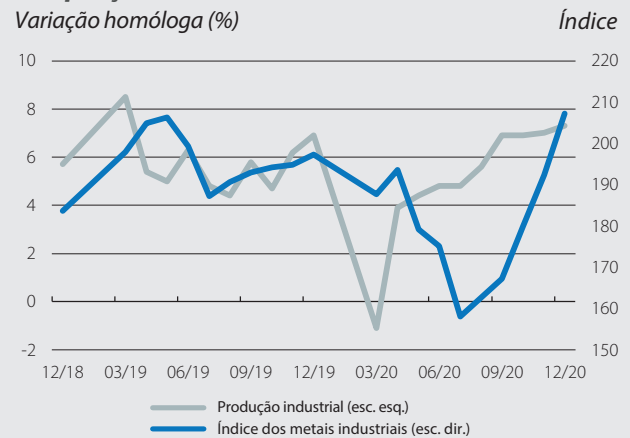
Adicionalmente, existe outro fator de procura, embora mais a médio prazo, que favoreceu também o aumento dos preços de algumas matérias-primas. Como via para atenuar os efeitos negativos da COVID-19 nas suas economias, muitos governos conceberam planos de recuperação orientados para impulsionar a transformação para um sistema energético mais ecológico. Isto fomentou a subida dos metais estritamente associados à transição energética, como o cobre¹, cujo preço no final do ano acumulou

Índice dos preços das matérias-primas (100 = janeiro 2020)



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

Produção industrial da China e índice dos preços dos metais industriais



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

uma subida de 70% desde o seu nível mínimo de março. Esta revalorização, embora em menor percentagem, ocorreu igualmente no alumínio, no zinco e no mineral de ferro.

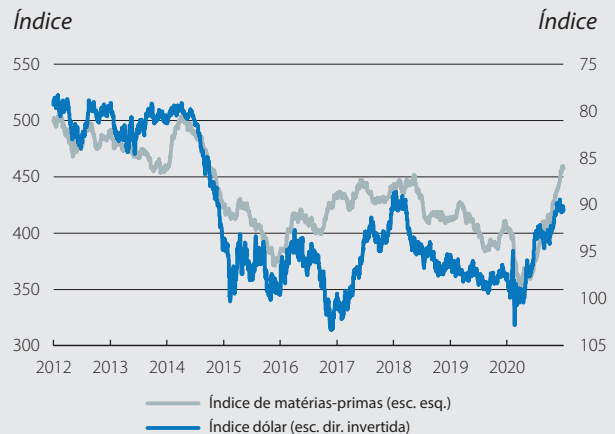
Em segundo lugar, encontramos os catalisadores de oferta. As restrições à mobilidade não só debilitaram a procura de matérias-primas, como também congelaram a oferta em muitas economias produtoras e exportadoras de *com-*

1. O cobre transformou-se num metal de utilização generalizada em todas as transições para as energias verdes (eletrificação, energias renováveis, comunicações 5G), com a particularidade de não poder ser substituído por outros metais nestes processos.

modities (como, por exemplo, no Chile, principal produtor de mineral de cobre, ou na Índia e no Brasil, produtores de cereais e onde as taxas de incidência da pandemia foram muito elevadas). A isto somaram-se várias catástrofes climáticas, como a La Niña (no Pacífico Sul), secas extremas ou furacões que também penalizaram a capacidade produtiva (especialmente em matérias-primas agrícolas e, especificamente, os cereais como o trigo ou a soja). Em conjunto, os *stocks* de matérias-primas diminuíram a nível global e forneceram algum suporte aos preços. Encontramos uma das exceções a esta redução de stocks no caso do petróleo. Neste mercado, a OPEP e os seus parceiros cortaram a produção para apoiarem a recuperação dos preços, mas o mercado continuou marcado por um excesso de oferta, com o preço do barril de Brent a fechar ainda 20% abaixo do seu nível anterior à pandemia.

Em terceiro lugar, nesta recuperação das matérias-primas também encontramos alguns elementos mais específicos dos mercados financeiros. Por um lado, os estímulos fiscais e monetários, restrições à mobilidade mais flexíveis e os avanços médicos relativamente à pandemia (especialmente com o desenvolvimento das vacinas) favoreceram uma melhoria generalizada do sentimento dos investidores a partir do verão, que foi especialmente visível nas subidas das bolsas mas que afetou positivamente o conjunto de ativos financeiros estreitamente associados ao ciclo económico, como as *commodities*. Além disso, esta melhoria do sentimento provocou uma desvalorização do dólar (moeda que habitualmente os investidores consideram como ativo de refúgio em momentos de turbulência) e ofereceu um impulso adicional aos preços das matérias-primas². Por outro lado, a pandemia gerou um ambiente de incerteza elevada e persistente perante o qual os grandes fundos de investimento e muitos bancos centrais de países emergentes aumentaram a compra de metais preciosos como cobertura de risco (como o ouro, cujo preço aumentou 25% em 2020 tendo alcançado os 2.000 dólares por onça).

Índice de preços das matérias-primas e índice dólar



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

Definitivamente, o efeito em conjunto destes fatores sugere, em grande medida, que a subida dos preços das matérias-primas observada em 2020 reflete a antecipação, por parte dos investidores, de uma reativação mais sustentada da economia mundial em 2021, melhorias que por sua vez já podem ser observadas no desempenho da produção industrial e na dinamização do comércio internacional.

2. Desde os Acordos de Bretton Woods que o preço da maior parte das matérias-primas é fixado em dólares. Quando o dólar perde valor, as *commodities* tornam-se mais baratas em termos das outras moedas, o que anima a procura de matérias-primas de todos aqueles que possuem estas moedas e que finalmente pressionam a subida os preços.

Taxas de juro (%)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,55	-0,55	0	-0,3	-15,5
Euribor 12 meses	-0,51	-0,50	-1	-1,3	-22,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,65	-0,71	6	6,1	-5,0
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,73	-0,70	-3	-3,3	-6,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,52	-0,57	5	5,1	-8,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,10	0,05	5	5,1	-13,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,04	0,03	1	0,9	-22,7
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	0,0	-150,0
Libor 3 meses	0,20	0,24	-4	-3,7	-154,9
Libor 12 meses	0,31	0,34	-3	-3,1	-149,6
Dívida pública a 1 ano	0,08	0,10	-3	-2,8	-134,7
Dívida pública a 2 anos	0,11	0,12	-1	-1,2	-120,4
Dívida pública a 10 anos	1,07	0,91	15	15,2	-44,1

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	48	4	4,3	5,8
Itraxx Financeiro Sénior	63	59	4	4,0	8,8
Itraxx Financeiro Subordinado	118	111	7	7,5	3,8

Taxas de câmbio

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,214	1,222	-0,7	-0,7	9,4
EUR/JPY (ienes por euro)	127,130	126,180	0,8	0,8	5,8
EUR/GBP (libras por euro)	0,886	0,894	-0,9	-0,9	5,4
USD/JPY (ienes por dólar)	104,680	103,250	1,4	1,4	-3,4

Matérias-primas

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	458,4	443,8	3,3	3,3	13,4
Brent (\$/barril)	55,9	51,8	7,9	7,9	-3,9
Ouro (\$/onça)	1.847,7	1.898,4	-2,7	-2,7	16,3

Rendimento variável

	31-janeiro	31-dezembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.714,2	3.756,1	-1,1	-1,1	15,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.481,4	3.552,6	-2,0	-2,0	-4,4
Ibex 35 (Espanha)	7.757,5	8.073,7	-3,9	-3,9	-17,2
PSI 20 (Portugal)	4.794,6	4.898,4	-2,1	-2,1	-8,7
Nikkei 225 (Japão)	27.663,4	27.444,2	0,8	0,8	19,2
MSCI emergentes	1.329,6	1.291,3	3,0	3,0	25,2

Recuperação mundial em 2021 mas com incertezas

Os surtos marcam a atividade económica no início de 2021.

Por um lado, nos países europeus, onde os novos surtos e as restrições à mobilidade se intensificaram no final de 2020 e se têm mantido no arranque de 2021, os indicadores de atividade mais recentes mostram que a economia continua a sofrer entraves por causa da pandemia. É o caso do índice de sentimento empresarial compósito (o PMI) da Zona Euro, que caiu para 47,8 pontos em janeiro (49,1 em dezembro) e continua abaixo dos 50 pontos, limite que separa a zona de expansão da zona de contração. Uma fragilidade motivada, em grande parte, pela descida do setor dos serviços, especialmente afetado pelas restrições referidas. Por outro lado, a atividade económica norte-americana continua a resistir melhor aos embates da pandemia. Apesar da elevada incidência da COVID-19 no país, vários foram os estados que evitaram a imposição de novas restrições à mobilidade. Um das exceções era o importante estado da Califórnia, que diminuiu precisamente nos últimos dias as estritas limitações à mobilidade que tinha imposto no final do ano passado.

Perspetivas razoavelmente positivas para o conjunto de 2021.

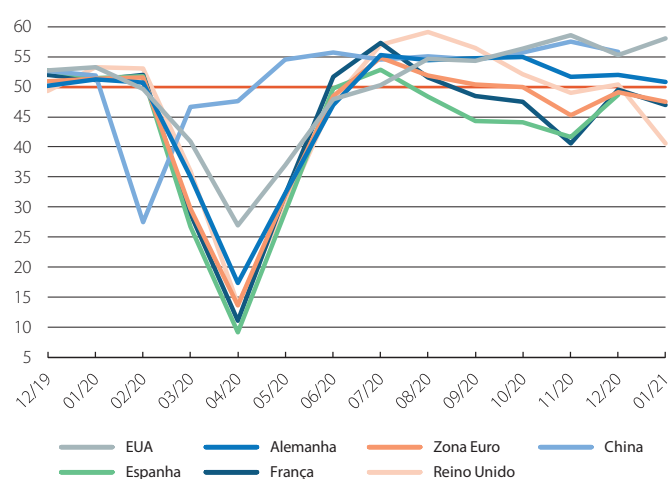
A médio prazo, as perspetivas para o conjunto de 2021 são razoavelmente positivas: um avanço de +5,5% para a economia mundial, após uma contração estimada de 3,5% em 2020 de acordo com as previsões mais recentes do BPI Research. Trata-se de um cenário muito parecido ao cenário apresentado pelo FMI na sua atualização das Perspetivas de janeiro. De facto, o Fundo reviu ligeiramente em alta o seu prognóstico para a economia global face às menores quedas de atividade ocorridas em 2020 e a uma recuperação previsivelmente mais vigorosa em 2021 graças às vacinas. Além disso, o FMI continua a ver riscos negativos sendo que os circunscreve ao primeiro período de 2021, enquanto a médio prazo indica que o desempenho económico poderá ser melhor que o esperado, precisamente devido à implementação das vacinas. Embora o cenário esteja dominado pela pandemia (com vacinas, terapias e evolução das variantes do vírus) e pelas medidas económicas necessárias para atenuar os seus efeitos sobre a atividade, é preciso não esquecer que a incerteza geopolítica não desaparecerá do panorama global. Especificamente, as tensões entre a China e os EUA continuarão presentes com Biden na Casa Branca (ver o Focus «EUA: o que nos irá trazer a nova legislatura?» na IM12/2020). Neste sentido, o novo presidente assinou já uma ordem executiva que dá prioridade à compra de bens norte-americanos para os contratos com o Governo federal. Um passo que vai ao encontro do lema *Buy American* proclamado durante a sua campanha e que não se afasta do *America First* do seu antecessor. Por seu turno, Janet Yellen, a nova secretária do Tesouro americano, criticou duramente as práticas «abusivas» da China na sua comparência no Comité Financeiro do Senado.

CHINA

China, a única grande economia que terá crescido em 2020: +2,3%. Este país foi o primeiro a sofrer os efeitos da COVID-19,

PMI compósito por países

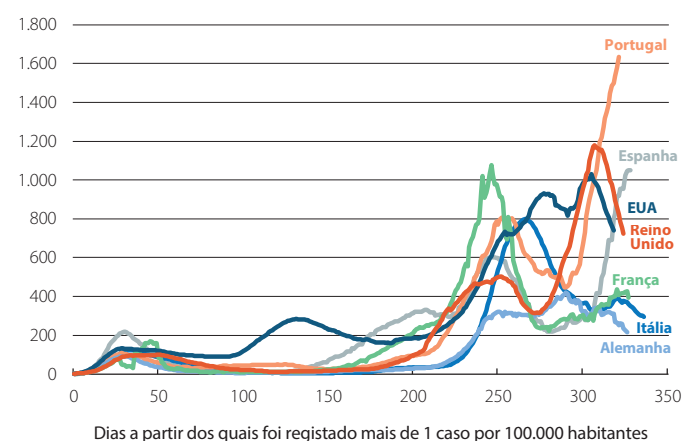
Nível



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

Incidência acumulada de COVID-19

Casos por 100.000 habitantes, acumulados em 14 dias *

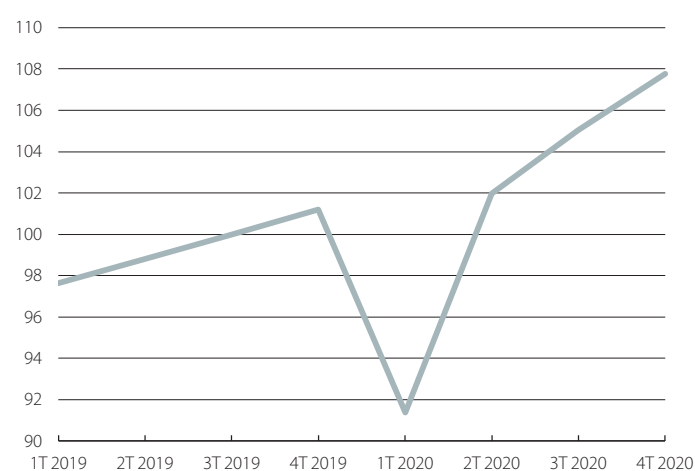


Nota: * Desde que foi registado > 1 óbito por milhão de habitantes. Dados disponíveis até 28 de janeiro de 2021.

Fonte: BPI Research, a partir da Johns Hopkins CSSE, UN World Population Prospects.

China: PIB real trimestral

Nível (100 = 3T 2019)



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

mas foi também o primeiro a recuperar o nível de atividade económica anterior à pandemia. A aplicação de medidas agressivas e rápidas de contenção, um significativo apoio fiscal e monetário e uma forte recuperação do comércio mundial de bens favoreceram a rápida recuperação do gigante asiático. Especificamente, no período final do ano o PIB cresceu 6,5% homólogo, um ritmo superior ao esperado e o maior desde finais de 2018. Em termos em cadeia, o avanço foi de +2,6%, o que deixou o cálculo anual em 2,3%. Dentro desta tendência positiva, a produção industrial cresceu em dezembro 7,3% homólogo, o ritmo mais rápido desde março de 2019, as vendas a retalho cresceram 4,6%, ligeiramente abaixo dos dados de novembro (5,0%), e as exportações continuaram a registar avanços robustos (+18,1% homólogo), apoiadas na recuperação de vendas para os EUA. Apesar dos números positivos, é importante mencionar que o país mantém desequilíbrios que deverá corrigir, como uma excessiva dependência do investimento em relação ao consumo ou um elevado endividamento (especialmente, privado). Estes elementos motivaram o Executivo a colocar um maior foco na melhoria da qualidade do crescimento económico e em particular do crédito, como demonstra o aumento dos incumprimentos observado nos últimos meses no mercado obrigacionista de empresas, tolerado pelas autoridades que, com a recuperação económica resolvida, voltam a retomar o processo de saneamento financeiro.

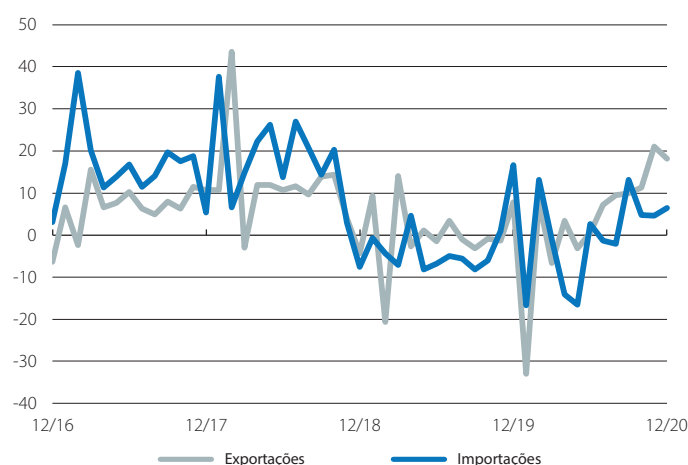
ESTADOS UNIDOS

O PIB norte-americano contraiu 3,5% em 2020, após um avanço correto no período final do ano. Trata-se de uma queda anual substancialmente superior à queda ocorrida na Grande Recessão de 2009 (-2,5%), o que mostra o forte impacto que a pandemia exerceu sobre a atividade económica norte-americana. No entanto, na segunda metade de 2020, o PIB crescia já em taxas positivas após a forte queda ocorrida no 2T 2020. Especificamente, no 4T 2020, o PIB cresceu 1,0% relativamente ao trimestre anterior (4,0% anualizado). Trata-se de uma taxa de crescimento significativa que se seguiu ao excepcional avanço observado no 3T (+7,5% em cadeia), após a forte contração no 2T (-9,0% em cadeia). Assim, no 4T o PIB estava apenas -2,5% abaixo dos seus níveis anteriores à pandemia (ver [Nota Breve](#)).

Antevê-se uma recuperação significativa em 2021, favorecida pelas políticas económicas. Relativamente ao 1T 2021, os novos surtos e as novas variantes do vírus poderão desacelerar a recuperação, mas os últimos indicadores de atividade, como o PMI ou o indicador semanal da Fed de Nova Iorque continuam a mostrar uma economia que está a resistir melhor que a maior parte das economias avançadas europeias. Por outro lado, o choque económico foi também menos intenso e a recuperação mais sólida graças, em boa parte, a uma resposta rápida e muito convincente em termos de políticas económicas. Especificamente, enquanto a Fed mantém uma política monetária muito acomodatória (ver a secção de Mercados financeiros), os pacotes fiscais aprovados durante 2020 (o mais recente no final de dezembro) são estimados em torno dos 4 biliões de dólares (~20% do PIB), dos quais metade será em forma de despesa direta. Além disso, o presidente Biden anun-

China: comércio externo de bens *

Varição homóloga (%)

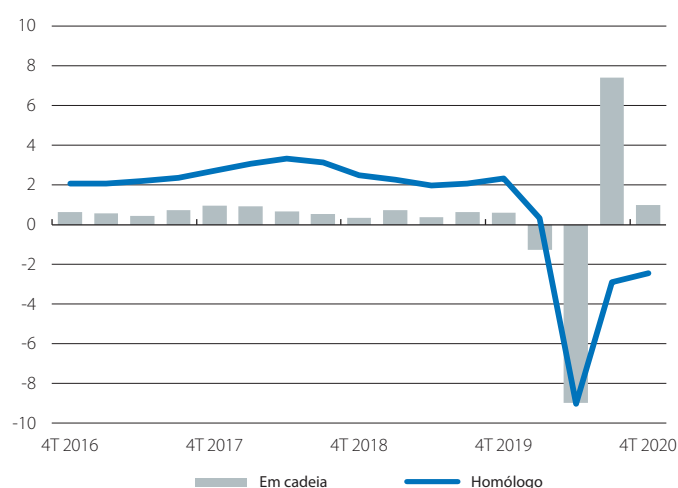


Nota: * Variação obtida a partir de dados nominais em dólares.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Alfândega chinesa.

EUA: PIB

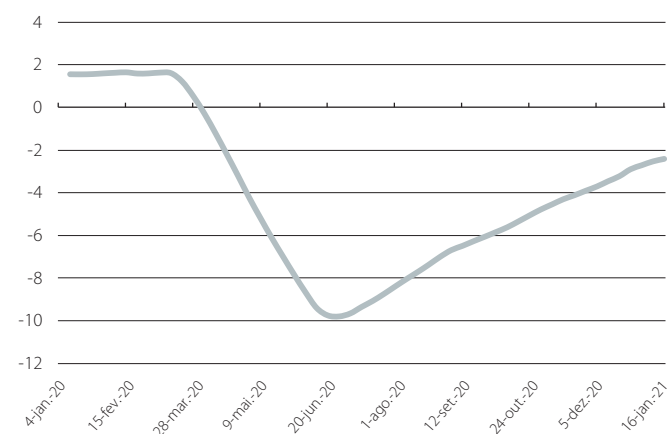
Varição (%)



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

EUA: índice económico semanal

Varição (% , média móvel de 13 semanas) *



Nota: * O índice semanal é dimensionado para coincidir com o crescimento homólogo do PIB.

É utilizada a média de 13 semanas para coincidir com um trimestre.

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

ciou já que pretende aprovar um novo pacote no valor de 1,9 bilhões de dólares. Embora isso seja decidido no Congresso, a maioria democrata nas duas câmaras poderá favorecer um acordo que não se afaste muito da proposta substancial do recém-empossado presidente. Por tudo isto, revimos em alta as nossas previsões do PIB norte-americano para a totalidade de 2021 em +0,7 p. p. para 4,9%.

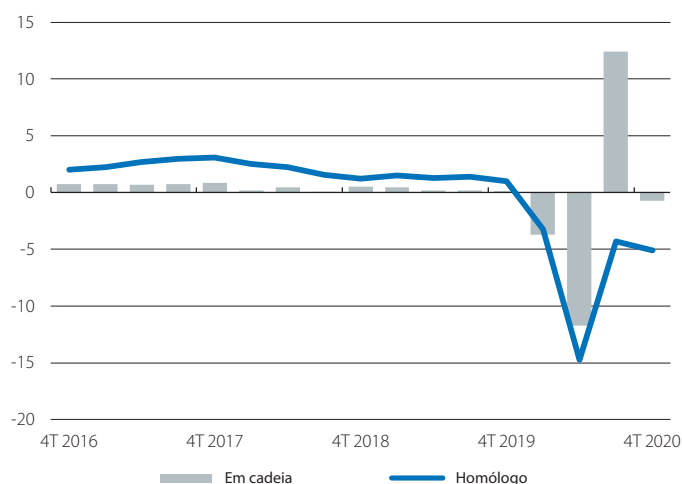
UNIÃO EUROPEIA

O PIB da Zona Euro registou uma queda significativa de 6,8% em 2020, após uma nova contração no 4T. Tal como aconteceu no caso norte-americano, trata-se de uma queda anual superior à ocorrida em 2009 (-4,5%). Contudo, ao contrário do caso americano, o PIB da Zona Euro caiu no último trimestre do ano (-0,7% em cadeia, -5,1% homólogo) após ter crescido com força no 3T (+12,4% em cadeia). Contudo, o retrocesso foi ligeiramente menor que o previsto, fruto de restrições com uma incidência mais específica com menor impacto no setor produtivo e, possivelmente, por uma certa adaptação à pandemia por parte de empresas e funcionários (ver a [Nota Breve](#)). Por países, a queda da atividade no conjunto de 2020 foi dispar: o PIB caiu 5,3% na Alemanha, 8,3% em França, 11,0% na Espanha (ver a secção de Economia espanhola), 8,9% em Itália e 7,6% em Portugal (ver secção de Economia portuguesa). Uma disparidade que reflete a diferente estrutura da economia em cada país e as diferentes medidas de contenção e de apoio económico que os vários governos tomaram. No período final do ano, as diferenças entre países foram também relevantes: com contrações em França e na Itália, onde o PIB caiu 1,3% e 2,0% em cadeia, respetivamente, e pequenos avanços na Alemanha, Espanha e Portugal, onde o PIB cresceu 0,1% e 0,4% nos dois últimos.

Recuperação em 2021, apesar de um início de ano complicado. Enquanto o final de 2020 foi ligeiramente melhor que o esperado, o 1T 2021 poderá ser um pouco mais negativo. A pressão no sistema de saúde e a incidência de casos de COVID-19 nos principais países europeus nas últimas semanas trouxeram um prolongamento das restrições à mobilidade e travarão possivelmente a reativação da Zona Euro no 1T 2021. Assim o mostram indicadores de sentimento como o PMI compósito, cujos 47,8 pontos de janeiro sugerem uma ligeira contração da atividade no primeiro mês do ano. Tal como ocorreu no 4T, a fragilidade do início do ano concentra-se nos serviços (PMI do setor nos 45,4 pontos), enquanto a recuperação da indústria parece continuar (nos 54,8 pontos, o PMI das indústrias manteve-se na zona de expansão em janeiro). Para o agregado do ano, não obstante, prevemos uma recuperação considerável (+4,3%), que ganhará velocidade a partir do 2T suportada pelo avanço na vacinação e pelas políticas económicas, mercê tanto do Next Generation EU como da manutenção de uma política monetária muito acomodatória por parte do BCE (ver a secção de Mercados financeiros). Uma recuperação que, ainda assim, será provavelmente insuficiente para que o conjunto da região recupere já em 2021 os seus níveis anteriores à pandemia.

Zona Euro: PIB

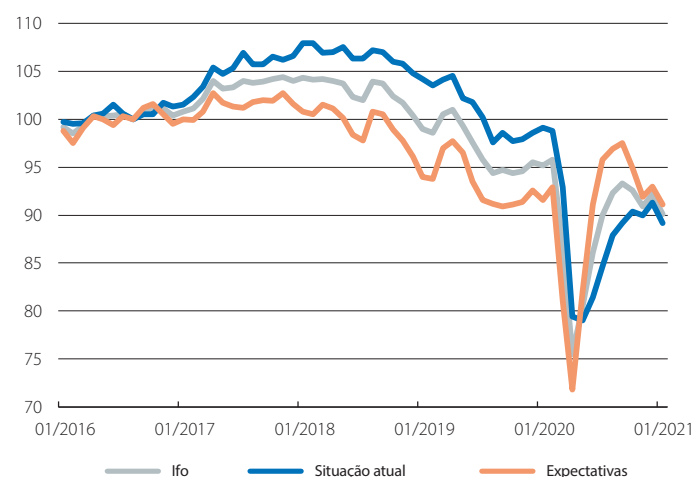
Variação (%)



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

Alemanha: índice Ifo de confiança empresarial

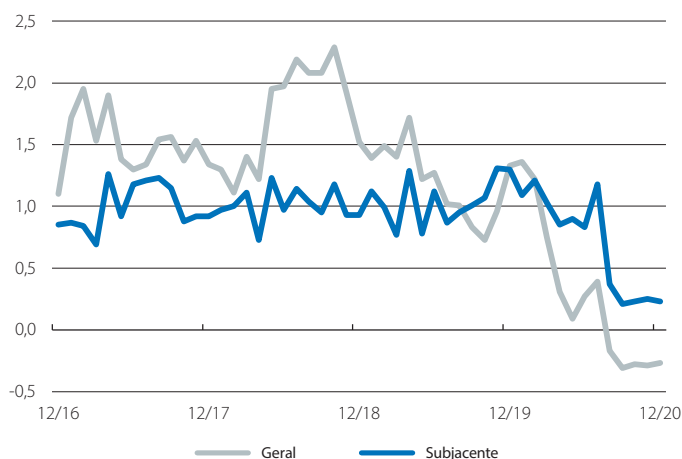
Nível (100 = 2015)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ifo Institute for Economic Research.

Zona Euro: IPC *

Variação homóloga (%)



Nota: * Os dados correspondem ao IHPC.

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

Brexit: de irmãos a primos afastados

- O Acordo Comercial e de Cooperação entre o Reino Unido e a UE evita uma fronteira «dura» na Irlanda e preserva, dentro da UE, a indivisibilidade das quatro «liberdades» do mercado único: o movimento de bens, de serviços, de capital e de pessoas.
- Não evita um aumento das barreiras no comércio de serviços, mas garante que o comércio de bens entre o Reino Unido e a UE decorrerá sem taxas aduaneiras nem quotas. Além disso, fixa um mecanismo para a resolução de disputas embora o Tribunal de Justiça Europeu não tenha qualquer papel nesta situação.
- O acordo diminui o impacto económico do *Brexit* a curto prazo, tanto no Reino Unido como na Europa. Entre os países europeus, o impacto variará em função do vínculo comercial e financeiro com o Reino Unido.

Após um acordo no último momento, o Reino Unido abandonou o mercado único e a união aduaneira com a UE a 1 de janeiro de 2021. Até então, o Reino Unido encontrava-se num período de transição estipulado no *Withdrawal Agreement* (acordo de saída), que tinha oficializado o *Brexit* em fevereiro de 2020 e que abriu caminho às negociações para se chegar a um acordo comercial e de cooperação entre o Reino Unido e a UE e assim evitar uma relação comercial regida pelas regras da OMC, que teriam implicado taxas aduaneiras e outras divergências de índole comercial. Para além de determinar a relação comercial de bens, este acordo afeta também outros aspetos tais como os direitos de pesca no Mar do Norte, o comércio de serviços, o turismo, a participação do Reino Unido em diversos programas europeus (como o Erasmus, por exemplo, no qual o Reino Unido deixará de participar), a segurança, a aviação e muito mais. O documento do Acordo é de 1.246 páginas mas iremos avaliar a seguir os pontos mais importantes.

Comércio de bens e serviços

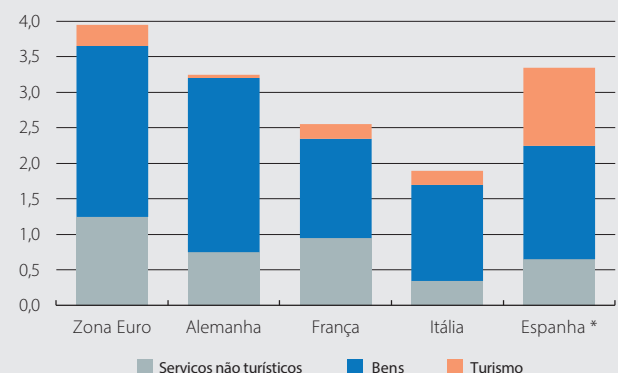
O acordo entre a UE e o Reino Unido pode ser resumido como «um acordo de livre comércio básico». Assegura que não existirão taxas aduaneiras sobre bens quando cruzarem as fronteiras e também não existirão limites ou quotas na quantidade de produtos que forem trocados. Com estas novas regras, a relação comercial será das relações mais estreitas do mundo. No entanto, não evita novos atritos que são significativos comparados com a relação comercial anterior (controles fronteiriços e reguladores, normas de origem¹, requisitos restritos de conteúdo local, etc.).

No âmbito do comércio de serviços, o acordo vai além das disposições da OMC nalguns aspetos (por exemplo, facilita viagens de negócios de curta duração e a transferência temporária de pessoal altamente qualificado), mas não evita um aumento das barreiras, visto não incluir aspetos como o reconhecimento mútuo (automático) de qualificações profissionais ou muitos outros elementos relevantes para o setor financeiro.

Na área dos serviços financeiros, ao saírem do mercado único, os bancos britânicos perderam os seus «direitos de pas-

1. As regras de origem exigem que a origem dos bens (uma % do seu valor acrescentado) tenham ocorrido no Reino Unido ou na UE. Por exemplo, evita que o Reino Unido reexporte para a UE bens importados de outros países que possam entrar no Reino Unido com taxas aduaneiras mais baixas que na UE.

Exportações de bens e serviços para o Reino Unido. Comparação internacional
(% do PIB)



Nota: * Para a Espanha: 2019. Restantes países: 2018.

Fonte: Banco de Espanha («Brexit: situación y consecuencias económicas», dezembro de 2020).

aporte», um mecanismo europeu que permite aos bancos de qualquer Estado-membro abrirem filiais e terem clientes em toda a Europa, sempre que adotem uma série de normas reguladoras e de supervisão relacionadas com os serviços financeiros. Não significa, portanto, que os bancos tenham perdido qualquer acesso à Europa ou vice-versa. Existe um sistema de «equivalência», sob o qual a Europa ou o Reino Unido podem permitir o acesso ao mercado a países terceiros se considerarem que existe «equivalência», ou seja, que as suas leis têm o mesmo espírito ou reciprocidade e atingem o mesmo resultado que o regulamento próprio. No entanto, a facilidade que este sistema proporciona é inferior à facilidade dos passaportes e a «equivalência» terá que ser determinada por cada género de serviço financeiro diferente². Além disso, a Comissão Europeia reserva-se o direito de retirar unilateralmente a concessão no prazo de 30 dias se as condições forem alteradas. Contudo, ao sair da UE, o Reino Unido perdeu acesso a um quadro especialmente estreito e estável de relações financeiras europeias, mas tanto a UE como o Reino Unido estão já no processo de aprovação de «equivalências» nalgumas áreas, processo este que continuará durante os próximos meses e que determinará as relações financeiras entre os dois blocos.

2. Até agora foi dada prioridade à equivalência nas áreas mais importantes para a estabilidade financeira. Por exemplo, já foi acordada a equivalência na área das câmaras de compensação.

Um terreno de jogo igualado

Outro dos elementos fundamentais da negociação era assegurar um terreno de jogo igualado (*level playing field*), uma expressão que descreve um quadro de igualdade de condições para garantir um nível de concorrência justa entre ambas as regiões e evitar alterações de normas e regulamentos em vários âmbitos que poderão resultar numa concorrência desleal. Com a nova relação, o Reino Unido e a UE terão liberdade para manter um elevado nível de proteção em áreas como a proteção do meio ambiente, a luta contra as alterações climáticas, a taxa do carbono, os direitos sociais e do trabalho, a transparência fiscal e as ajudas estatais. Assim, é possível que a médio prazo surjam problemas à medida que os quadros legais e reguladores forem divergindo. Sob o acordo, as duas regiões terão um mecanismo de resolução de disputas mediante o qual poderão adotar represálias se uma das regiões se desmarcar do acordo. Este mecanismo prevê medidas de compensação ou de reequilíbrio, incluindo a suspensão de partes do acordo ou a imposição de taxas. Essencialmente, não haverá qualquer papel no Reino Unido para o Tribunal de Justiça Europeu, uma linha vermelha britânica. As disputas que não possam ser resolvidas entre o Reino Unido e a UE serão enviadas a um tribunal independente.

Pesca

Em matéria de pesca, o Reino Unido e a UE acordaram um novo quadro para a gestão conjunta das reservas de peixes em águas da UE e do Reino Unido. Especificamente, ao longo de um período de transição de 5,5 anos a UE reduzirá gradualmente as suas quotas de pesca em águas do Reino Unido (num total de 25%), com consultas anuais a partir de então.

Turismo e deslocações

O movimento de pessoas entre o Reino Unido e a UE deverá enfrentar algumas barreiras que o tornarão menos fluído. Os viajantes deverão passar controlos de passaporte e os cidadãos do Reino Unido já não poderão utilizar a fila para cidadãos europeus ao entrarem na Europa, o que resultará em esperas mais longas nos aeroportos e fronteiras. Em ambos os casos, serão também exigidos vistos para estadias prolongadas no estrangeiro, geralmente por períodos superiores a 6 ou 12 meses. As normas de imigração (como as licenças de trabalho) serão aplicadas às pessoas que se desloquem entre a UE e o Reino Unido, embora as pessoas da UE que atualmente residem no Reino Unido, e vice-versa, terão provavelmente um período de transição para obterem as autorizações e os documentos necessários.

Ratificação

O acordo foi ratificado pela Câmara dos Comuns do Reino Unido, enquanto a ratificação por parte da UE demorará ainda alguns meses. No entanto, a Comissão Europeia

apresentou o tratado como um acordo exclusivo da UE, com uma aplicação provisória limitada até 28 de fevereiro de 2021. Isto significa que a UE poderá implementar provisoriamente o acordo com a aprovação dos países da UE mas sem o consentimento do Parlamento Europeu. Os eurodeputados disseram que irão analisar o acordo no início de 2021 e esperamos assim uma ratificação final antes que acabe a aplicação provisória.

Receção do acordo e consequências

Os mercados financeiros receberam o acordo sem grandes alterações nas cotações, o que reflete que este acordo esteve em linha com as projeções dos investidores lançadas há algum tempo³. No seu conjunto, como mencionámos anteriormente, trata-se de um acordo básico mas amplo. Além disso, nada impede a continuação das negociações para serem alcançados acordos adicionais e mais extensos em âmbitos que ficaram fora do acordo comercial ou os quais este não aprofunda. Por exemplo, podem continuar a ser negociados novos acordos para voltar a estreitar a relação comercial no âmbito dos serviços financeiros (como comentámos anteriormente, com o acordo alcançado, o setor financeiro britânico perde o passaporte financeiro) ou melhorar a coordenação nos âmbitos de segurança e de troca de dados. Em termos de impacto macroeconómico, o acordo evita perturbações a curto prazo, tanto no Reino Unido como na Europa e embora o *Brexit* pressuponha uma série de novas barreiras não tarifárias ao comércio, ao turismo e a outros âmbitos económicos, a curto prazo estas afetações tornam-se menores devido à COVID-19, visto que a evolução da pandemia continua a ser, de longe, o principal fator que condiciona as economias britânica e europeia. A longo prazo, o acordo fixa uma relação entre o Reino Unido e a UE parecida à qual se previa em cenários intermédios analisados por estudos do Banco de Inglaterra e do Banco de Espanha, os quais projetavam um impacto macroeconómico maior na economia britânica que na economia europeia⁴. Contudo, as suas consequências finais são incertas e dependerão da evolução do comércio entre o Reino Unido e a Europa, da evolução do investimento estrangeiro e da prevalência de Londres como centro financeiro internacional. Na Europa, o impacto será heterogéneo entre as várias economias, pois partem de vínculos comerciais e financeiros díspares com o Reino Unido.

3. A taxa de câmbio entre o euro e a libra não sofreu praticamente alterações no dia do acordo.

4. O estudo do Banco de Inglaterra (<https://www.bankofengland.co.uk/report/2018/eu-withdrawal-scenarios-and-monetary-and-financial-stability>) estimava um impacto entre -1,25% e -3,5% no PIB britânico num horizonte de três anos, enquanto o estudo do Banco de Espanha (<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/20/T4/descargar/Files/be2004-art40e.pdf>) estimava um impacto de apenas -0,4% no PIB da UE.

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

ESTADOS UNIDOS

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Atividade									
PIB real	2,2	-3,5	0,3	-9,0	-2,8	-2,5	-	-	-
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,9	2,1	3,1	-4,9	5,3	4,7	6,3	5,3	2,6
Confiança do consumidor (valor)	128,3	101,0	127,3	90,0	93,1	93,8	101,4	92,9	87,1
Produção industrial	0,9	-6,8	-1,9	-14,2	-6,5	-4,7	-5,0	-5,4	-3,6
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	51,2	52,5	50,4	45,7	55,0	59,0	58,8	57,7	60,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.295	1.397	1.484	1.079	1.432	1.592	1.530	1.578	1.669
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	217	...	222	224	229	...	236	239	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,7	8,1	3,8	13,1	8,8	6,8	6,9	6,7	6,7
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,8	56,8	60,7	52,9	56,1	57,4	57,4	57,4	57,4
Balança comercial ¹ (% PIB)	-2,7	...	-2,6	-2,7	-2,9	...	-3,0	-3,1	...
Preços									
Taxa de inflação geral	1,8	1,2	2,1	0,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,4
Taxa de inflação subjacente	2,2	1,7	2,2	1,3	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6

JAPÃO

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Atividade									
PIB real	0,3	...	-2,1	-10,3	-5,7	...	-	-	-
Confiança do consumidor (valor)	38,9	31,1	36,0	24,7	30,5	33,0	33,6	33,7	31,8
Produção industrial	-2,7	-10,3	-4,3	-20,5	-12,6	-3,7	-3,2	-3,1	-4,8
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	6,0	-19,8	-8,0	-34,0	-27,0	-10,0	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,8	2,4	2,8	3,0	3,0	3,1	2,9	2,9
Balança comercial ¹ (% PIB)	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,1
Preços									
Taxa de inflação geral	0,5	0,0	0,5	0,1	0,2	-0,8	-0,4	-1,0	-1,2
Taxa de inflação subjacente	0,6	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4

CHINA

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Atividade									
PIB real	6,0	2,3	-6,8	3,2	4,9	6,5	-	-	-
Vendas a retalho	8,1	-2,9	-18,2	-4,0	0,9	4,6	4,3	5,0	4,6
Produção industrial	5,8	3,4	-7,3	4,4	5,8	7,1	6,9	7,0	7,3
PMI indústrias (oficial)	49,7	49,9	45,9	50,8	51,2	51,8	51,4	52,1	51,9
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	421	535	361	411	450	535	411	449	480
Exportações	0,5	3,6	-13,6	-0,2	8,4	16,7	10,9	20,6	18,1
Importações	-2,7	-1,1	-3,1	-9,9	2,9	5,0	4,4	3,9	6,5
Preços									
Taxa de inflação geral	2,9	2,5	5,0	2,7	2,3	0,1	0,5	-0,5	0,2
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	6,9	6,9	7,0	7,1	6,9	6,6	6,7	6,6	6,5

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicações do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Refinitiv.

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Vendas a retalho (variação homóloga)	2,4	...	-1,2	-6,8	2,4	...	4,2	-2,9	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,3	...	-5,8	-20,2	-6,6	...	-3,5	-0,6	...
Confiança do consumidor	-7,1	-14,3	-8,8	-18,5	-14,5	-15,6	-15,5	-17,6	-13,9
Sentimento económico	103,1	88,2	100,0	69,4	86,9	91,4	91,1	87,7	90,4
PMI indústrias	47,4	48,6	47,2	40,1	52,4	54,6	54,8	53,8	55,2
PMI serviços	52,7	42,5	43,8	30,3	51,1	45,0	46,9	41,7	46,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,2	...	0,4	-3,0	-2,1	...	-	...	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	7,6	8,0	7,3	7,6	8,6	8,3	8,4	8,3	8,3
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	4,2	3,6	4,2	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6
França (% pop. ativa)	8,5	8,2	7,7	7,1	9,1	8,8	8,6	8,8	8,9
Itália (% pop. ativa)	9,9	9,1	9,2	8,5	9,7	9,1	9,5	8,9	9,0
PIB real (variação homóloga)	1,2	-6,8	-3,2	-14,7	-4,3	-5,1	-	...	-
Alemanha (variação homóloga)	0,6	-5,3	-2,1	-11,2	-4,0	-3,9	-	...	-
França (variação homóloga)	1,5	-8,3	-5,7	-18,9	-3,9	-5,0	-	...	-
Itália (variação homóloga)	0,3	-8,9	-5,6	-18,0	-5,0	-6,6	-	...	-

Preços

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Inflação geral	1,2	0,3	1,1	0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Inflação subjacente	1,0	0,7	1,1	0,9	0,6	0,2	0,2	0,3	0,2

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	2,4	...	2,1	2,3	2,1	...	2,2	2,2	...
Alemanha	7,1	...	7,1	6,8	6,9	...	7,0	7,0	...
França	-0,7	...	-0,8	-1,4	-1,8	...	-1,9	-2,0	...
Itália	3,0	...	3,2	2,9	3,5	...	3,4	3,5	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	92,4	94,0	91,2	93,4	95,6	95,7	95,8	95,2	96,1

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	10/20	11/20	12/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,8	6,2	3,9	7,0	7,1	6,9	6,8	6,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,4	3,2	3,6	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	...	1,1	1,2	1,3	...	1,3	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,5	...	1,4	1,4	1,4	...	1,4	1,4	...
Depósitos									
Depósitos à vista	8,0	12,9	9,3	12,9	14,1	15,2	14,3	15,0	...
Outros depósitos a curto prazo	0,3	0,6	-0,2	0,3	1,0	1,4	1,4	1,2	...
Instrumentos negociáveis	-1,9	9,6	3,7	7,0	10,2	17,4	13,8	14,7	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	...	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.

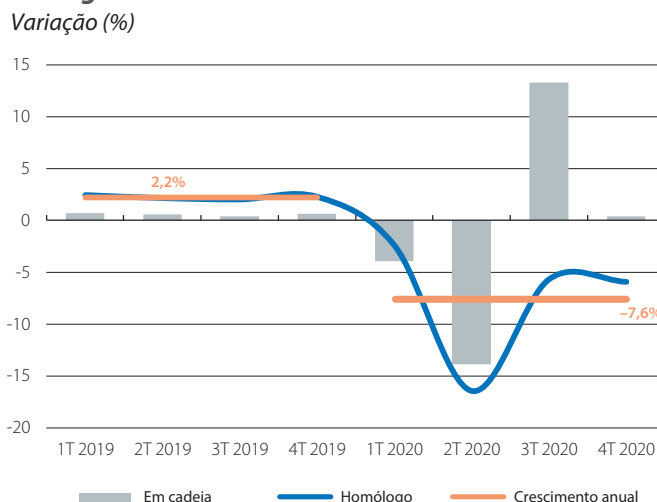
A terceira vaga adia a recuperação de Portugal

A pandemia provocou uma queda do PIB de 7,6% em 2020, uma contração histórica e mais intensa que a sofrida na Grande Recessão (-3,1% em 2009) ou que a crise da dívida soberana (-4,1% em 2012). Contudo, a economia demonstrou uma capacidade significativa de reativação. Especificamente, o PIB conseguiu aumentar no 4T 0,4% em cadeia apesar da grande afetação das restrições à mobilidade, razão pela qual conseguiu atenuar a sua perda relativamente aos níveis pré-pandemia para -5,9% homólogo. Estes números foram melhores que os sugeridos inicialmente pelos indicadores e refletem o facto de as restrições do 4T 2020 terem tido uma incidência mais específica que no 2T 2020. Além disso, sugerem também uma certa adaptação dos agentes económicos à situação de pandemia e mostram que a atividade tem capacidade para retomar uma recuperação mais sólida quando o controlo da pandemia permitir aliviar o confinamento. No entanto, por agora tudo indica que esta recuperação ficará temporariamente interrompida devido ao agravamento intenso da situação de saúde que Portugal sofre no arranque de 2021 (em janeiro o país sofreu quase o mesmo número de óbitos por COVID-19 que a totalidade de óbitos registada em 2020).

2021 arranca marcado pela terceira vaga de contágios. O forte aumento nas infeções e a pressão no sistema de saúde forçaram um confinamento mais restritivo e irão pesar no conjunto do 1T 2021, com a interrupção da recuperação que tinha sido iniciada no verão passado. Assim sugere o indicador diário de atividade económica do Banco de Portugal, que caiu sustentadamente no decorrer do mês de janeiro. Não obstante, as perspetivas de recuperação a médio prazo continuam a ser positivas. Por um lado, a vacinação está a recuperar terreno e será fundamental para o aumento da mobilidade e para a recuperação do turismo e da atividade em geral. Além disso, as empresas mostraram capacidade de adaptação ao comércio digital e ao teletrabalho, enquanto o Governo agilizou e reforçou as ajudas a famílias e empresas (foi reativado o regime simplificado de «Lay-off», e foram reforçadas as linhas de crédito com garantia estatal). Além disso, Portugal contará também com o impulso dos fundos europeus (NGEU e fundos plurianuais reforçados) e da política monetária acomodatória do BCE.

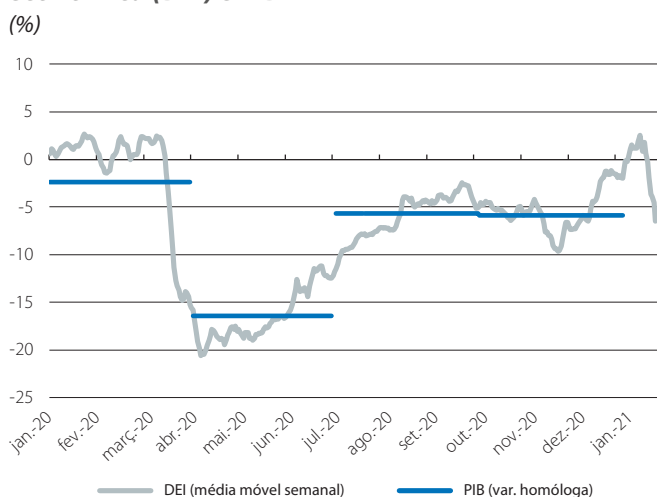
O mercado de trabalho resistiu melhor que no passado. A taxa de desemprego caiu pelo quarto mês consecutivo em dezembro, até alcançar os 6,5%, um nível inclusivamente inferior ao de dezembro de 2019 (6,7%). No entanto, a população empregada diminuiu 0,2% face ao mês anterior, para 4.793.400 pessoas, ampliando a clivagem relativamente aos níveis da pré-pandemia em -45.200 postos de trabalho. Em conjunto, estes dados refletem um impacto mais benigno da pandemia sobre o mercado de trabalho do que nas crises anteriores e mostram o importante papel protetor que as políticas de apoio exerceram, como os programas de «Lay-off». De facto, com o agravamento da pandemia, o Governo prolongou o seu apoio ao mercado de trabalho, sendo que o esquema simplificado de «Lay-off» (disponível para empresas que se veem obrigadas a encerrar no atual estado de emergência) conta já com 86.300 pessoas. Contudo, o ambiente continua a ser muito exigente e é possível que, quando a proteção ao emprego começar a ser levantada, a taxa de desemprego aumente.

Portugal: PIB



Nota: PIB a preços constantes e correção de efeitos sazonais e de calendário.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

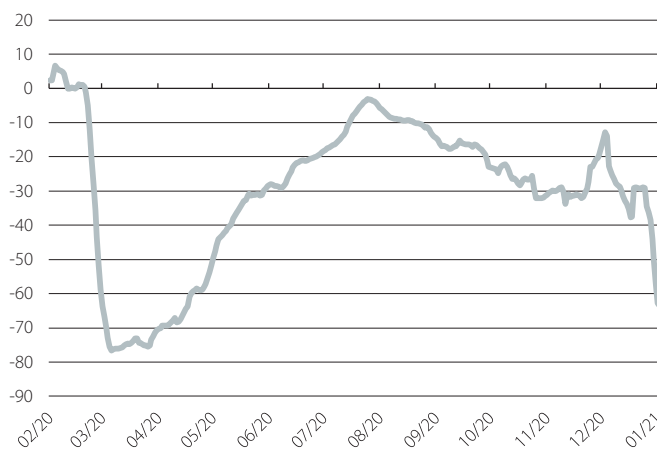
Portugal: indicador diário de atividade económica (DEI) e PIB



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

Portugal: mobilidade no comércio e no lazer

Variação relativamente ao nível base (%) *



Nota: 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 de dados do Google Mobility Report.

O défice orçamental agravou-se em 2020 com a pandemia, embora o ano tenha acabado melhor que o esperado. Especificamente, o défice público (critério de caixa) ter-se-á situado em -5,2% do PIB (-10.320 milhões de euros), um número que apesar de representar um aumento significativo relativamente a 2019 (-0,3%), é sensivelmente menor que as previsões do Governo (-7,1% do PIB). Este comportamento é explicado por uma execução das receitas melhor que a prevista (+1.068 milhões de euros relativamente ao estimado no Orçamento do Estado), juntamente com uma menor execução das despesas (-2.600 milhões de euros, também relativamente ao orçamentado). No conjunto do ano de 2020, as medidas de apoio a empresas, famílias e despesas relacionadas com a COVID-19 superaram os 4.500 milhões de euros, ou seja, cerca de 2,3% do PIB. Esta execução orçamental sugere que, quando forem publicados os números do défice público sob o critério do vencimento, este situar-se-á -de acordo com o divulgado pelo próprio Governo - em 6,3% do PIB, menos 1 ponto que o previsto no Orçamento do Estado de 2021, enquanto a dívida pública terá alcançado 133,7% do PIB (+16,5 p.p. em comparação com 2019).

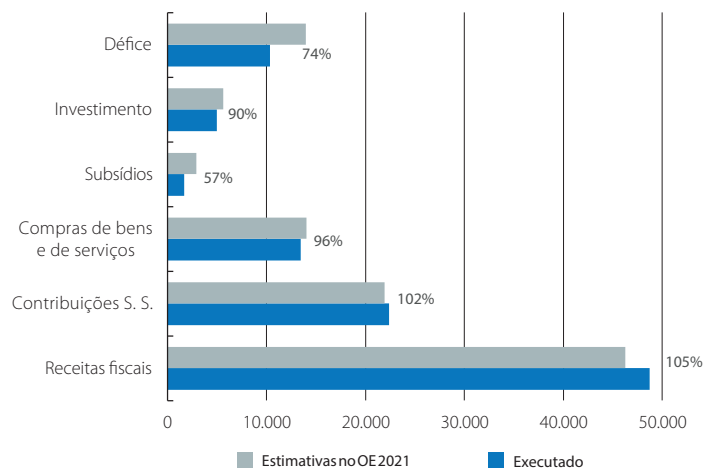
Estabilização do défice da balança corrente. No acumulado de 12 meses, o saldo da balança corrente manteve-se em -1,1% do PIB em novembro. Por um lado, melhorou o saldo de bens (-5,8% do PIB), com uma descida das exportações (-8,8% homólogo) mais moderada que a descida das importações (-13,6%). Contudo, por outro lado, o superavit da balança de serviços caiu para 4,3% do PIB (-3,9 p. p. homólogo), arrastado por uma queda das exportações do turismo (-52,2% homólogo) superior à queda das importações de turismo (-38,4%). Em 2021 prevê-se uma recuperação das exportações, especialmente nas vendas de bens de capital e industriais, embora no seu conjunto se estime que elas continuarão cerca de 10% abaixo do nível de 2019.

O turismo termina 2020 com o menor número de dormidas desde 1993. Em dezembro, o número de hóspedes em alojamentos turísticos caiu 70,7% homólogo para 462.500 (em novembro a queda tinha sido de 76,8%). O número de dormidas diminuiu 72,3%, quer devido à queda do número residentes quer à de não residentes. Assim, a pandemia fez com que os números do turismo em 2020 atingissem mínimos neste século: no total, 10,5 milhões de hóspedes e 26 milhões de dormidas, o que corresponde a quedas anuais de 61,2% e 63%, respetivamente. O choque no conjunto do ano foi especialmente intenso nas dormidas dos não residentes (-74,9% em comparação com -35,3% por parte dos residentes).

O mercado imobiliário dá os primeiros sinais de abrandamento. De acordo com os dados da Confidencial Imobiliário, o preço da habitação continuou a desacelerar, tendo aumentado 4,8% homólogo em dezembro, o ritmo mais baixo desde agosto de 2016. De qualquer modo, o nível de preços terminou 2020 1,8% acima do seu nível anterior à pandemia. No entanto, convém destacar que no 4T 2020 o preço da habitação em Lisboa caiu 0,8% (a sua primeira contração desde junho de 2015). Com esta dinâmica e com o possível atraso na reativação do turismo, é provável que em 2021 o preço da habitação dê mais sinais de ajustamento (convém lembrar que o mercado imobiliário tende a reagir mais tarde aos impactos reais da economia).

Portugal: execução orçamental por rubricas

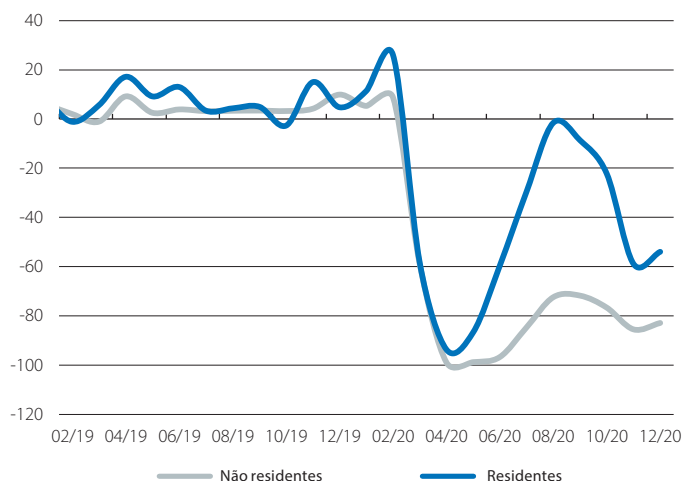
Milhões de euros e grau de execução (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da DGO e do Orçamento do Estado 2021.

Portugal: dormidas em alojamentos turísticos

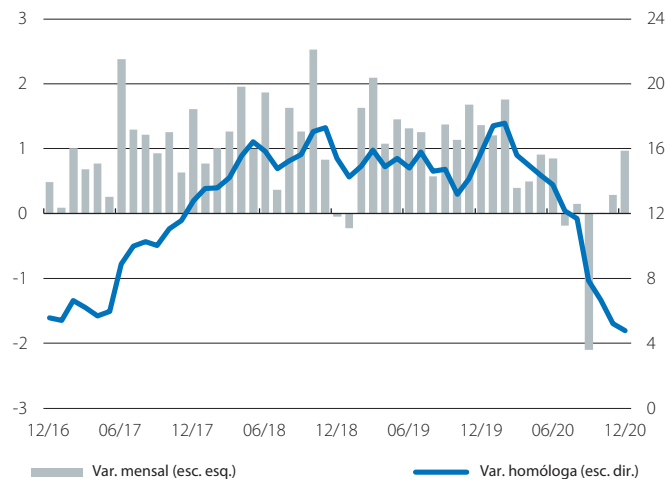
Variação homóloga (%)



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

Portugal: preço da habitação

(%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Confidencial Imobiliário.

Rendimento disponível em Portugal: comportamento benigno numa crise histórica

- A pandemia forçou as famílias a adiar o consumo. No entanto, e contrariamente a crises anteriores, desta vez o rendimento disponível não sofreu uma contração.
- As medidas de apoio ao emprego e rendimento terão contribuído para o comportamento mais benigno revelado pelo rendimento disponível.

Na recente crise despoletada pela COVID-19, o consumo privado sofreu uma forte contração (quase 6% homólogo em termos nominais nos primeiros 3 trimestres de 2020). Esta queda expressiva não foi uma surpresa; aconteceu o mesmo em crises anteriores (distinto apenas na dimensão da queda). Mas, e contrariamente ao que aconteceu em 2011 e 2012, esta queda não é explicada pela redução do rendimento disponível. De facto, em contraste com crises anteriores, o rendimento disponível aumentou ligeiramente em 2020 (ver primeiro gráfico). O que pode explicar este comportamento do rendimento disponível em Portugal na crise da Covid-19?

Antes de mais, importa clarificar o conceito de rendimento disponível dos particulares¹. De uma forma simples, o rendimento disponível inclui as remunerações dos trabalhadores, os rendimentos de propriedade (rendas, juros, dividendos), o excedente bruto de exploração dos trabalhadores por conta própria e as transferências internas e externas (prestações sociais do Estado e remessas de emigrantes), excluindo os impostos e contribuições sociais pagas. Em Portugal, mais de metade do rendimento disponível provém de remunerações do trabalho.

O rendimento disponível aumentou 0,7% homólogo no acumulado dos primeiros três trimestres de 2020, o que compara com quedas expressivas na crise das dívidas soberanas: em 2011 e 2012, o rendimento disponível caiu 2,0% e 2,7%, respetivamente. Ao mesmo tempo, a evolução do rendimento disponível em Portugal nos primeiros três trimestres distingue-se do que aconteceu na Zona Euro (0,0%), União Europeia (-1,3%)² ou, por exemplo, em Espanha (-3,5%).

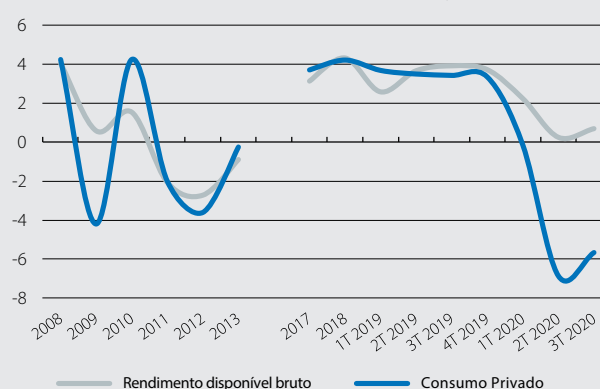
Vários elementos ajudam a perceber porque o rendimento disponível se tem comportado de forma diferente na crise atual. Antes de mais, importa olhar para o mercado de trabalho: nos primeiros 3 trimestres, a população empregada caiu, em média, 2,4% homólogo, o que compara com quedas de 3,2% e 4,1% em 2011 e 2012, respetivamente. O impacto da pandemia no mercado de trabalho foi atenuado por dois fatores; em primeiro lugar, a

1. A partir deste ponto, sempre que nos referimos às famílias estamos também a considerar as instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias.

2. Rendimento disponível registado no acumulados dos dois primeiros trimestres por falta de disponibilidade de dados para o 3T à data de conclusão deste artigo.

Relação entre consumo privado e rendimento disponível *

Acumulado no ano (Taxa de variação homóloga, %)



Nota: * Preços correntes.

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

possibilidade de recurso ao teletrabalho; de facto, estima-se que mais de 23% da população empregada esteve sempre ou quase sempre em teletrabalho no 2T, ou seja, mais de 1 milhão de trabalhadores³. Isto significa que uma parte considerável da população continuou a exercer a sua atividade sem perda de rendimentos.

Em segundo lugar, as medidas de apoio ao emprego, nomeadamente a criação do *layoff* simplificado e o *layoff* tradicional, que chegaram a atingir mais de 880.000 pessoas em julho (quase 19% da população empregada). Estas medidas foram importantes para minimizar as perdas e a incerteza sobre o rendimento das famílias⁴. Assim, estimamos que, na ausência destas medidas, a taxa de desemprego teria transposto os 20% no 2T (em contraste com os 5,6% registados)⁵. Além disso, no caso de Portugal, estes regimes de redução do horário de trabalho ou suspensão de contrato garantem dois terços da remuneração.

3. De acordo com os dados do INE.

4. As estimativas sugerem que, na Zona Euro, as remunerações do trabalho das famílias teriam caído cerca de 22% na ausência destas medidas. No entanto, a queda registada foi de 7%. Ao mesmo tempo, os esquemas de apoio ao emprego variam entre os países da Zona Euro, o que poderá ajudar a explicar porque o rendimento disponível teve comportamentos distintos entre os vários países. Ver Dias da Silva et al. (2020), Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income, BCE Boletim Económico 04/2020

5. Para mais informações, ver focus «O mercado de trabalho português em tempos de pandemia», no IM09 2020.

A par das medidas de apoio ao emprego, o Governo avançou com outros apoios sociais, também importantes na estabilização do rendimento das famílias. Na primeira vaga da pandemia e com o encerramento das escolas, os pais tinham acesso a um apoio financeiro para assistência aos filhos equivalente a dois terços da remuneração base, com um mínimo de 635 euros. Ao mesmo tempo, em caso de isolamento profilático, é concedido um apoio financeiro equivalente a 100% da remuneração, por 14 dias. Em caso de contágio, o indivíduo tem direito a um subsídio de doença, num montante semelhante ao apoio dado em caso de isolamento profilático, por um período máximo de 28 dias. Estes apoios estão disponíveis para os trabalhadores por conta de outrem e trabalhadores independentes.

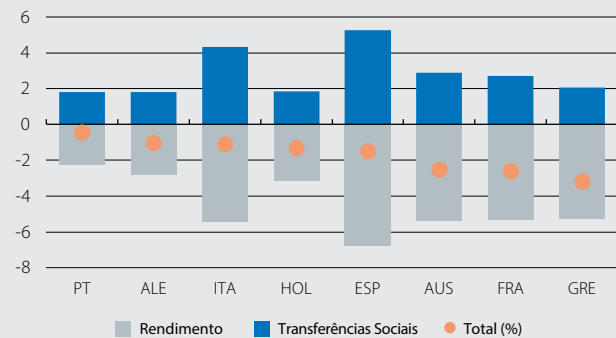
Os apoios ao pagamento de rendas (congelamento temporário dos pagamentos no caso das famílias que estejam em situação de mora e que tenham sofrido uma perda considerável do seu rendimento) e as moratórias também ajudaram as famílias a lidar com o impacto económico da pandemia. Estas medidas não afetam diretamente o cálculo estatístico do rendimento disponível, mas ajudam a aliviar a pressão sobre as famílias. Isto acontece porque o peso dos encargos com a habitação no rendimento mensal das famílias portuguesas é, em média, perto de 20% do seu rendimento médio (as rendas e os empréstimos destacam-se, mas inclui-se também reparações, bens básicos, etc)⁶.

Os apoios sociais às famílias em tempos de pandemia como um todo contribuíram para aliviar a pressão sobre o rendimento e impediram efeitos mais nefastos do que o que teria acontecido na sua ausência. No caso específico das medidas de apoio ao emprego e transferências sociais, para o conjunto da UE, estima-se que, na sua ausência, o rendimento disponível teria caído 5,9% em média em 2020⁷. Em Portugal, as contribuições e prestações sociais ajudaram a aumentar o rendimento disponível em 1,7 p.p. nos primeiros três trimestres do ano. Por outras palavras, aumentaram 7,9% homólogo, mas, se tivessem permanecido estáveis, o rendimento disponível teria caído 1,0% até ao 3T.

Para lá dos números agregados, esta crise afetou de forma distinta a população, afetando de forma mais pronunciada os mais pobres, com empregos precários e baixas qualificações, agravando as desigualdades sociais. Ainda assim, esta pressão ascendente sobre a desigualdade parece estar a ser atenuada pelas medidas públicas de apoio, como sugerem as estimativas da Comissão Europeia⁸.

Contributos para a variação do rendimento disponível das famílias em 2020 *

Pontos percentuais; %



Nota: * Estimativas da OCDE. As outras componentes do rendimento disponível não são consideradas nesta estimativa.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da OCDE (2020). «OECD Economic Outlook».

6. Ver OCDE (2020). «How's life? 2020: Measuring Well-being».

7. Para mais informações, ver OCDE (2020). «OECD Economic Outlook» e Comissão Europeia (2020). «Households' income and the cushioning effect of fiscal policy measures in the Great Lockdown».

8. Ver referência na nota de rodapé anterior.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Índice coincidente para a atividade	1,0	-6,2	-3,5	-6,9	-7,8	-6,7	-6,7	-6,4	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-2,2	-7,0	-1,4	-23,5	-0,7	-2,3	-3,2	-4,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,2	-15,8	-4,6	-24,8	-19,1	-14,5	-15,0	-14,3	-14,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	5,9	...	2,1	-1,0	-0,8	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	1,7	...	-0,7	-21,6	-1,5	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	10,4	8,3	11,2	8,9	6,9	6,0	6,3	6,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	7,8	...	3,2	-29,7	-57,6	...	-71,3	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	12,9	-21,6	5,8	-36,9	-37,2	-18,0	-17,0	-17,2	-18,3
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,4	-3,8	3,0	-12,9	-2,2	-3,3	-4,9	-4,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,0	-5,4	-3,4	-7,3	-7,1	-3,6	-3,6	-2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-8,0	-22,4	-8,6	-27,7	-26,9	-26,2	-26,9	-26,2	-25,7
Mercado de trabalho									
População empregada	1,0	...	-0,3	-3,8	-3,0	...	-1,1	-1,1	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	...	6,7	5,6	7,8	...	7,1	6,5	...
PIB	2,2	-7,6	-2,4	-16,4	-5,7	-5,9	...	...	...

Preços

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Inflação global	0,3	0,0	0,4	-0,3	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	0,3
Inflação subjacente	0,5	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,5

Setor externo

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	3,6	...	1,5	-6,8	-7,8	...	-9,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	6,0	...	2,8	-7,6	-12,1	...	-14,7	...	...
Saldo corrente	-0,2	...	-0,6	-0,9	-2,4	...	-2,2	...	...
Bens e serviços	0,8	...	0,4	-1,1	-3,0	...	-2,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	-1,0	...	-1,0	0,2	0,6	...	0,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	1,9	...	1,5	1,5	-0,1	...	0,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2019	2020	1T 2020	2T 2020	3T 2020	4T 2020	11/20	12/20	01/21
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	5,2	...	6,4	9,0	9,2	...	9,7	...	...
À vista e poupança	14,8	...	17,6	20,1	18,4	...	18,5	...	...
A prazo e com pré-aviso	-2,9	...	-3,2	-1,0	0,4	...	1,1	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	5,6	...	-10,4	-15,7	-13,8	...	-11,9	...	...
TOTAL	5,2	...	5,7	7,9	8,2	...	8,9	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-0,1	...	0,5	0,5	2,1	...	2,8	...	...
Empresas não financeiras	-3,7	...	-2,6	1,0	4,4	...	5,8	...	...
Famílias - habitações	-1,3	...	-0,8	-0,3	0,5	...	1,2	...	...
Famílias - outros fins	16,5	...	15,7	2,2	2,0	...	0,8	...	...
Administrações Públicas	-4,7	...	-4,9	-9,7	-5,6	...	-6,2	...	...
TOTAL	-0,3	...	0,2	0,1	1,8	...	2,4	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	6,2	...	6,0	5,5	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: início de ano complicado

A terceira vaga de contágios marca o início do ano. O regresso das férias de Natal foi acompanhado por um novo e forte aumento de contágios da COVID-19. Esta terceira vaga, agravada pelo aparecimento de uma nova estirpe mais contagiosa do vírus (a variante britânica), obrigou novamente à imposição de restrições à mobilidade idênticas às implementadas no passado mês de novembro. A incidência atual é superior à do último trimestre de 2020 (por exemplo, os novos casos confirmados aproximavam-se dos 36.000 casos diários aquando da redação destas linhas, enquanto o máximo alcançado durante a segunda vaga foi de pouco mais de 20.000 no início de novembro). No entanto, os últimos dados mostram que as medidas contempladas para travar o seu avanço estão a começar a ter efeito. Assim, na média de sete dias, se a percentagem de testes positivos de coronavírus durante o mês de janeiro aumentou sem interrupções até alcançar 18% na semana de 16-22 de janeiro, esta percentagem já começou a descer na semana de 23-29 de janeiro, tendo-se situado em 16%. Por sua vez, a aplicação da vacina entre os grupos de risco prossegue e, se se mantiver o atual ritmo de vacinação os principais grupos de risco estarão imunizados nos princípios do verão, é de esperar uma certa aceleração à medida que o ritmo de produção e distribuição das vacinas aumentar. Além disso, para a restante população, as menores complicações logísticas deverão facilitar uma vacinação mais rápida.

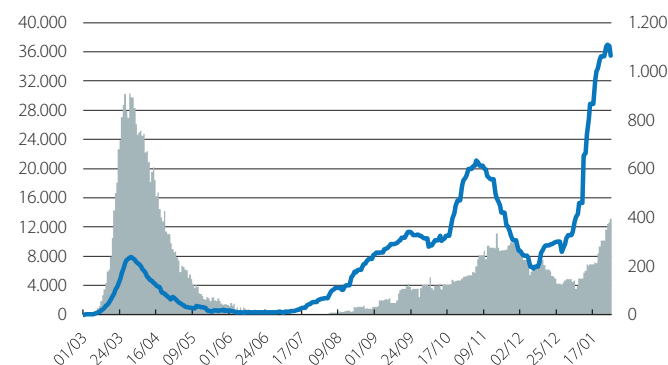
O PIB mantém uma resiliência maior que o esperado no período final do ano. Apesar do peso das restrições implementadas no 4T 2020 para travar a segunda vaga da COVID-19, a economia conseguiu manter a sua recuperação a um ritmo moderado no período final do ano. Deste modo, a atividade cresceu 0,4% em cadeia, deixando o PIB 9,1% abaixo do nível do 4T 2019. Além disso, e ao contrário do trimestre anterior, a economia espanhola mostrou no 4T um melhor comportamento que o de outros países da Zona Euro, possivelmente devido ao facto da restritividade das medidas para conter o avanço do vírus ter sido menor em Espanha que noutros países. No entanto, o detalhe por componentes mostra alguns sinais de fragilidade na recuperação. Assim, enquanto no 3T a expansão das componentes foi generalizada, no 4T foi observado um avanço dos consumos privado e público (2,5% e 4,0% em cadeia, respetivamente), mas não no investimento e nas exportações, que caíram 3,1% e 1,4% em cadeia, respetivamente. Com esta primeira estimativa do PIB do 4T de 2020, a queda do PIB para o conjunto de 2020 em comparação com 2019 é de 11,0%, um registo sem precedentes que mostra a gravidade do impacto da COVID-19 na economia.

Estagnação na recuperação da atividade em janeiro. Existem ainda poucos indicadores de atividade acerca da evolução da economia no primeiro trimestre do ano, se bem que o indicador de consumo do CaixaBank tenha caído em média 9% homólogo em janeiro, um registo igual à média dos meses de novembro e de dezembro. Por seu turno, o indicador de mobilidade do Google relativamente aos centros comerciais situou-se, entre 7 e 26 de janeiro, 47% abaixo da mobilidade de referência (mobilidade registada nas duas primeiras semanas de fevereiro de 2020), um

Espanha: novos casos confirmados e óbitos diários

(Casos confirmados)*

(Óbitos diários)**



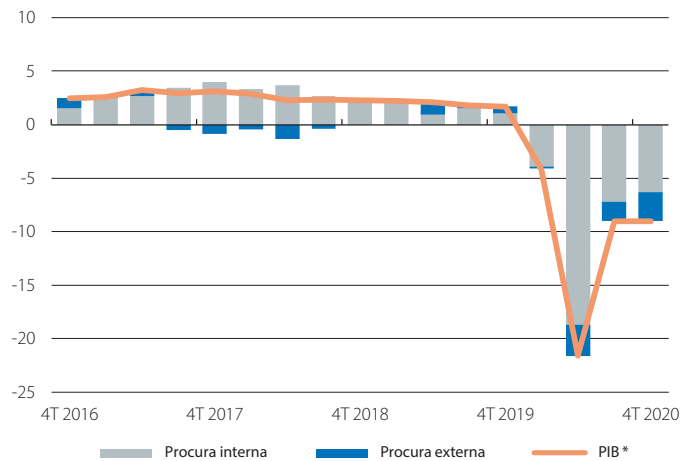
Nota: São mostradas médias de 7 dias de contágios e de óbitos.

* Positivos em testes PCR e de antígenos por data de notificação. ** Óbitos por data de notificação.

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

Espanha: PIB

Contribuição para o crescimento homólogo (p. p.)

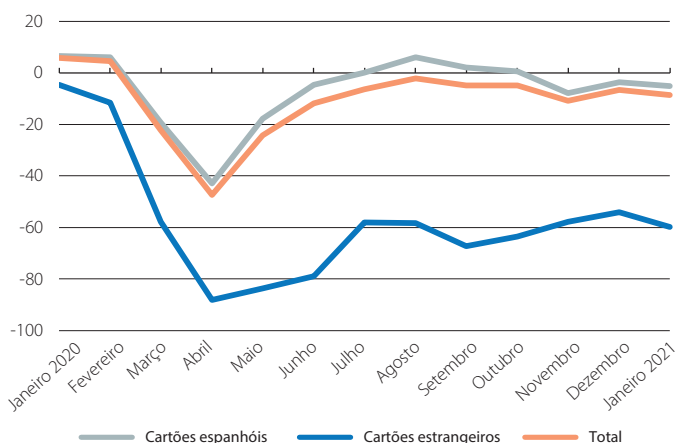


Nota: * Variação homóloga (%).

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

Espanha: indicador de consumo do CaixaBank *

Variação homóloga (%)



Nota: Este indicador inclui a despesa com cartões emitidos pelo CaixaBank, a despesa de não clientes em TPAs do CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas do CaixaBank.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

número pior que o de novembro (-38%) e que reflete o impacto das restrições à mobilidade. Além disso, na semana de 20 a 26 de janeiro, a mobilidade relacionada com os espaços de trabalho situou-se 28% abaixo do nível de referência e também dos registos do mês de novembro (-21%). Deste modo, o quadro de indicadores disponíveis até agora sugere que a atividade se poderá situar cerca dos níveis do mês de novembro. Mantendo-se assim a leitura dos indicadores durante todo o trimestre, o PIB poderá manter-se estável ou inclusivamente mostrar uma ligeira queda no 1T 2021.

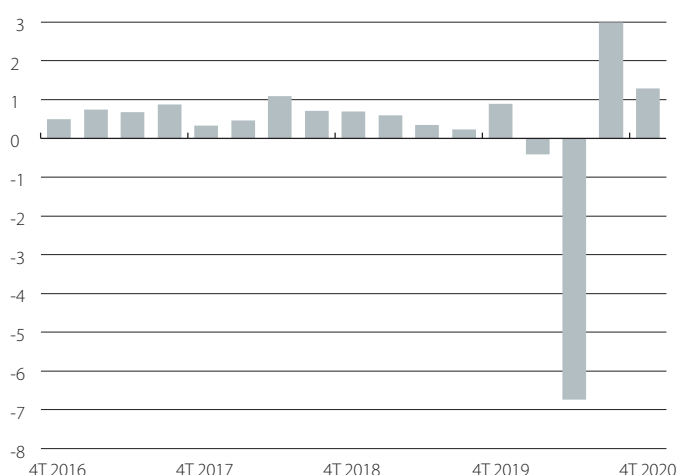
O mercado de trabalho continua afetado pela COVID-19, embora tenha mostrado um comportamento positivo no 4T 2020. De acordo com o inquérito à população ativa (EPA), o emprego aumentou em 167.000 pessoas no 4T (+0,9% em cadeia e -3,1% homólogo) tendo compensado parte da perda de emprego no primeiro semestre do ano, pelo que a redução do número de empregados em comparação com o 4T 2019 caiu ligeiramente para 623.000 pessoas. Estes números fornecem-nos uma visão parcial, pois o INE espanhol (seguindo as recomendações do Eurostat e da OIT) considera os trabalhadores em ERTE (layoff) como estando em situação de emprego (existe uma garantia de reintegração no posto de trabalho uma vez finalizado o período de suspensão). Assim, as horas trabalhadas efetivas, que fornecem um indicador mais fiável sobre a evolução da atividade, caíram 6,1% homólogo no 4T, uma queda 1,1 p.p. inferior à do 3T, corroborando o comportamento positivo do mercado de trabalho no período final de 2020. Por seu turno, o número de desempregados manteve-se praticamente estável (-3.000 pessoas), tendo a taxa de desemprego se situado em 16,1%, um número ligeiramente menor que o do 3T (-0,2 p.p.). Para o conjunto do ano 2020, a taxa de desemprego foi de 15,5% e, embora pressuponha um aumento significativo relativamente a 2019 (14,1%), foi muito menor que o previsto pelo consenso dos analistas (17,8% em setembro passado, de acordo com o consenso da Funcas – Fundação das Caixas de Aforro), sugerindo que os mecanismos de proteção do emprego (ERTE-Layoff) estão a ter um desempenho positivo.

Ligeiro aumento da taxa de inflação espanhola em janeiro. O IPC registou uma variação homóloga de 0,6% em janeiro (-0,5% em dezembro) impulsionado pela subida dos preços da eletricidade e dos preços da alimentação, que registam uma evolução positiva mais acentuada que a observada há um ano. Por outro lado, o INE publicou também pela primeira vez o indicador antecipado do IPC subjacente, segundo o qual a inflação subjacente foi de 0,6% homólogo em janeiro (+5 décimas relativamente a dezembro). Perante a fragilidade da procura, prevê-se que nos próximos meses a inflação permaneça moderada.

Ligeira melhoria do saldo comercial em novembro. O défice da balança de bens situou-se em -1,3% do PIB (acumulado de 12 meses), representando uma melhoria de 1,4 p.p. em comparação com o registo do ano anterior. Metade desta melhoria deveu-se ao menor défice da energia, mercê de uma menor procura energética como também de um preço do petróleo que ainda caía em termos homólogos, enquanto a outra metade se deveu a uma queda mais acentuada das importações não energéticas que a queda das exportações não energéticas (-11,0% face ao -8,1% homólogo, respetivamente).

Espanha: emprego (dados ajustados de sazonalidade)

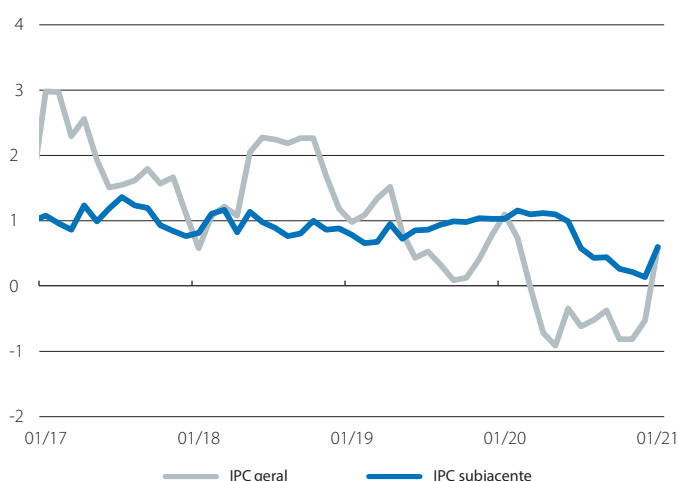
Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

Espanha: IPC

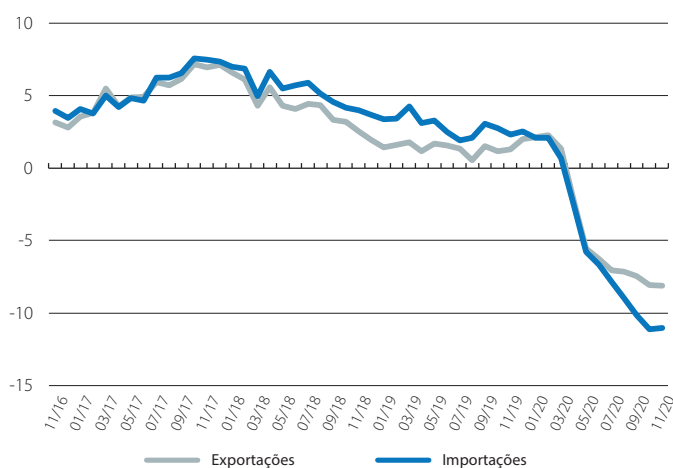
Variação homóloga (%)



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

Espanha: comércio externo de bens *

Variação homóloga do acumulado de 12 meses (%)



Nota: * Dados nominais, série sem dados ajustados de sazonalidade. Não inclui energia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Dep. de Alíndegas de Espanha.

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	4T 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	-3,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-5,2	-5,4	-27,8	-11,9	-11,0	-10,8	-11,7	-10,6
PMI das indústrias (valor)	53,2	49,1	47,2	48,2	39,4	51,4	51,1	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	...	-21,9	-18,2	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,6	-2,0	-3,7	-12,3	-18,2	...	-18,6	-17,9	...
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	-72,5	-67,7	-72,8	-77,1
PMI dos serviços (valor)	54,6	53,9	53,6	42,5	28,4	47,3	43,0	41,4	39,5	48,0
Consumo										
Vendas a retalho	0,7	2,3	2,3	-3,9	-18,4	-3,4	-2,7	-2,8	-3,9	-1,5
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	5,1	-27,6	-68,6	-7,5	-13,2	-21,0	-18,7	0,0
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-10,5	-10,3	-27,9	-26,9	-26,3	-26,7	-29,0	-23,1
Mercado de trabalho										
População empregada ¹	2,7	2,3	2,1	1,1	-6,0	-3,5	-3,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,3	14,1	13,8	14,4	15,3	16,3	16,1	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ²	3,1	2,6	2,2	1,2	-4,4	-3,0	-2,0	-2,3	-1,8	-1,9
PIB	2,4	2,0	1,7	-4,2	-21,6	-9,0	-9,1	-	-	-

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

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

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

Democracia e COVID-19: o momento decisivo

A pandemia da COVID-19 está a causar um impacto intenso em várias vertentes da nossa sociedade. Os cerca de 2 milhões de falecidos devido à COVID-19 registados até à data não são um simples número mas sim uma verdadeira tragédia humana. Angela Merkel expressou-o de uma forma extremamente clara: a Alemanha enfrenta a maior crise desde a Segunda Guerra Mundial. Se substituirmos a Alemanha pelo «mundo» não se perde um pingão de verdade. Neste contexto, a exigência por parte dos cidadãos e das empresas aos seus governos para que tomem medidas eficazes e à altura do desafio está a ser também muito elevada. Estão os nossos sistemas políticos em condições de estarem à altura?

Para responder a esta pergunta convém dar um passo atrás para ganhar perspetiva. Encontramo-nos num momento único na história política da humanidade, pois na atualidade a democracia é o sistema político maioritário: 59% dos países do mundo gozam de uma forma ou outra de democracia, apenas 13% são poderes absolutos e os 28% restantes partilham elementos democráticos e autocráticos¹.

São boas notícias, mas a situação possui um contraponto menos complacente se tivermos em conta que existe um crescente afastamento por parte dos cidadãos em relação ao funcionamento da sua democracia. Neste ponto da discussão, surge a dúvida se é apenas uma questão de debate público mais superficial ou se poderá ser uma realidade profunda. Felizmente, uma questão fulcral como a democracia está a ser monitorizada por numerosas instituições e pela academia. Os resultados globais de décadas de estudo são pouco discutíveis.

Num recente *survey* de Foa *et al.* (2020)², que se baseia em mais de 25 fontes de dados, 3.500 estudos nacionais e num período de cerca de 50 anos em países avançados e de 25 anos em países emergentes, constata-se que mais ou menos a partir de 2011 se tem observado um aumento no grau de descontentamento em relação à democracia, visto alcançar agora 57,7% dos indivíduos inquiridos (o que representa um aumento de cerca de 20 pontos em 15 anos). Apesar da tendência estar bastante generalizada do ponto de vista geográfico, é especialmente acentuada nos EUA, na Europa Ocidental e na América Latina. É o que é conhecido na literatura económica como a «recessão democrática», embora melhor seria denominá-lo como «declínio democrático», dado que a tendência de fundo sugira um caráter mais estrutural que cíclico.

Portanto, num mundo ainda maioritariamente democrático mas com contestações crescentes a este sistema político, a questão de fundo que surge é se as democracias poderão enfrentar a crise da COVID-19 com garantias de sucesso e assim reforçarem a sua legitimidade e perspetivas de continuidade ou se, pelo contrário, esta crise acabará por acentuar ainda mais o declínio deste sistema. A relevância deste assunto aumenta quando se alarga a perceção pública de que a resposta dos modelos autocráticos (leia-se a China) foi mais eficaz na luta da pandemia que a resposta de outros países com sistemas democráticos.

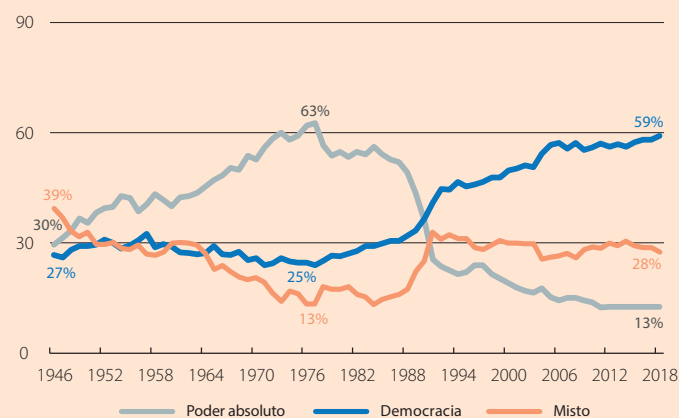
Para abordar este ponto, é necessário regressar novamente à questão do desencontro da cidadania com a democracia. Embora este desencontro seja uma realidade empírica evidente, existe menos consenso sobre quais são as causas exatas. Contudo, apesar desta análise superar o foco que orienta este Dossier, é possível identificar uma leitura de fundo que muitos estudos partilham: o problema essencial do distanciamento do cidadão relativamente à democracia é o sentimento que esta está a falhar na sua função essencial de enfrentar e resolver os problemas do momento. Por exemplo, denota-se uma resposta inadequada, tanto face a crises pontuais como a crise dos refugiados em 2015 assim como perante desenvolvimentos de mais longo prazo, como o declínio demográfico, a transição digital ou a luta contra as alterações climáticas.

1. Do conjunto de países com população superior a 500.000 habitantes. Dados do Center for Systemic Peace (projeto Polity IV).

2. Foa, R. S., Klassen, A., Slade, M., Rand, A. e R. Collins (2020). «The Global Satisfaction with Democracy Report 2020». Cambridge: Centre for the Future of Democracy.

Regimes políticos no mundo

(% de países classificados em cada regime, 1946-2018)



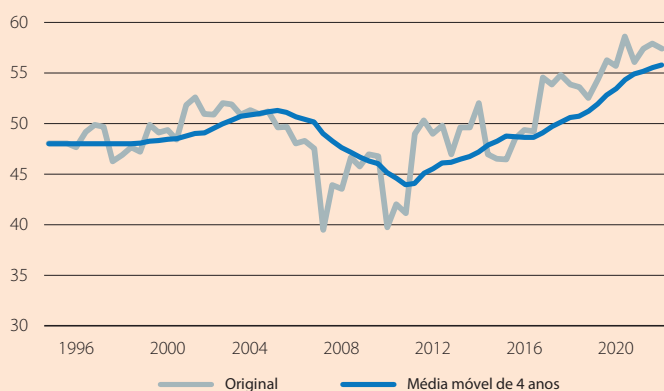
Nota: Os países da amostra possuem pelo menos 500.000 habitantes. Os países classificados como mistos possuem uma mistura de características de regimes democráticos e autocráticos.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Centre for Systemic Peace.

No entanto, esta leitura, embora possa ser partilhada em termos gerais, tem o problema acrescentado de estar potencialmente a confundir duas situações distintas. A primeira é que o processo de tomada de decisões num sistema político tenda a dificultar a escolha das decisões mais adequadas. A segunda é que a capacidade dos estados e em particular a das suas Administrações Públicas não seja a ideal para executar e implementar adequadamente as decisões políticas.

As causas políticas de uma tomada inadequada de decisões para enfrentar uma crise variam sobremaneira, mas existem duas circunstâncias que se evidenciaram como repetidas nas democracias. A primeira é que permite, em maior medida do que noutros sistemas políticos, bloqueios ao processo de tomada de decisões, circunstâncias mais prováveis quanto maiores forem as divisões políticas no país³. A segunda circunstância, também relativamente frequente nas democracias, é o papel dos grupos de interesse, o qual poderá afastar as decisões políticas daquilo que seria o interesse geral⁴.

Insatisfação com a democracia

(% dos inquiridos)



Nota: É medida a insatisfação em democracias que representam 2.430 milhões de pessoas na América Latina, África, Médio Oriente, Europa, América do Norte, Ásia Oriental e Austrália. A amostra de democracias mantém-se constante.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Centre for Future Democracy.

Estas causas políticas são diferentes, dizíamos, da capacidade do Estado em implementar as políticas. Existe uma vasta evidência e base teórica para defender que existe uma relação clara entre o nível de desenvolvimento e essa capacidade. No entanto, também é certo que, com um nível idêntico de desenvolvimento, os estados diferem na sua capacidade para desenvolverem adequadamente as políticas decididas. Além disso – e este é um ponto crucial – existem evidências que os fatores socioculturais são importantes na implementação das políticas. Por exemplo, por muito eficaz que a Administração seja, numa sociedade muito tendente para o individualismo, as políticas que exijam comportamentos coletivos coesos ou uma maior coordenação voluntária terão menos sucesso do que se o coletivismo fosse o elemento dominante⁵.

Por conseguinte, neste assunto que nos ocupa, o assunto da resposta face à COVID-19 e se este poderá ser um episódio que acelera ou não o declínio da democracia, é relevante analisar a

relação entre as decisões para lutar contra a pandemia e contra as determinantes políticas, a capacidade dos estados e os traços socioculturais. Com vista a esclarecer estas relações complexas entre uma resposta eficaz à COVID-19 e o sistema político e a cultura, vamos efetuar uma análise empírica, objeto dos dois próximos artigos. Não os percam, pois trazem algumas surpresas.

3. Ver, por exemplo, March, J. e Olsen, J. P. (1984). «The new institutionalism: organizational factors in political life». The American Political Science Review, 78 (3), 734-749.

4. Sobre esta questão, ver Olson, M. (1982). «The rise and decline of nations: economic growth, stagflation, and social rigidities». Yale University Press.

5. Ver Gorodnichenko, Y. e Roland, G. (2015). «Culture, institutions and democratization». National Bureau of Economic Research, n.º w21117.

Foram as democracias mais permissivas em matéria de confinamento e realização de testes?

Uma pandemia é uma prova decisiva para qualquer sistema político. No entanto, nas condições atuais também o é especialmente para as democracias. Num momento de menor apoio dos cidadãos à democracia, considera-se que a resposta face à COVID-19 de certos países autocráticos, nomeadamente da China, foi mais efetiva na luta contra o coronavírus. Contudo, o facto é que a questão, assim formulada, deturpa a realidade. Com os dados disponíveis em nosso poder, parece inegável que a China foi muito eficaz na sua luta contra a pandemia. Realizar testes a milhões de pessoas em poucos dias não está ao alcance de qualquer um. No entanto, também não nos podemos esquecer que outros países claramente democráticos foram capazes de mostrar grandes resultados no controlo da COVID-19, como é o caso exemplar da Nova Zelândia. E que outros países autocráticos mostraram pouca eficácia para tratarem de diminuir o custo humano da crise. Definitivamente, para estabelecer um juízo objetivo sobre o facto de se ser ou não democrático é um fator fundamental na guerra contra o vírus, é preciso utilizar o rigor, neste caso, recorrendo a uma análise empírica.

Como é que se concretiza esta análise num assunto tão complexo e imprevisível? Inicialmente, quando se compara o que os vários países fizeram para lutar contra a COVID-19, convém esclarecer que, essencialmente e antes de dispor das vacinas, foram tratados três elementos: as medidas de confinamento (estas medidas englobam as restrições à mobilidade e as medidas de distanciamento social), a capacidade de realizar testes e de rastreamento das cadeias de transmissão e a redução da mobilidade que finalmente ocorre. Os dois primeiros são instrumentos de política de saúde enquanto o terceiro é resultado das políticas implementadas.

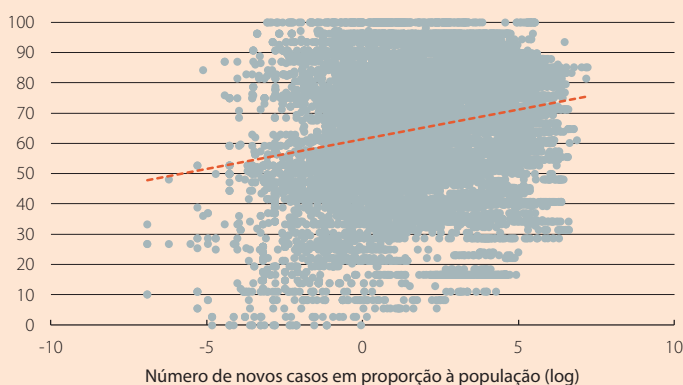
Como sabemos, os confinamentos e os testes têm por objetivo impedir que o vírus se espalhe além de determinados surtos. Preferencialmente deverão ser utilizados de forma conjunta: é identificada atempadamente a origem do surto, são detetados os contactos e estabelecidas quarentenas ou confinamentos de grupos pequenos. Infelizmente, na maior parte de 2020, com uma baixa capacidade para realizar testes e rastreamentos de contactos em muitos países, o confinamento foi, mais que seletivo, em massa.

Feita esta caracterização, estamos em condições de começar a formular perguntas-chave, ou seja, as relações entre a democracia e a intensidade na utilização dos instrumentos (confinamento e realização de testes) e entre a democracia e a capacidade de controlo das interações sociais (mobilidade). A primeira destas questões será analisada neste artigo do Dossier, enquanto a segunda será objeto do seguinte artigo¹.

Assim, o que queremos entender primeiro é a relação entre o sistema político e a restritividade, ou permissividade, das medidas de confinamento e da intensidade no número de testes. Por outras palavras, o que queremos saber é, em primeiro lugar, se dois países afetados com a mesma intensidade pela pandemia (uma situação que medimos pelo número de casos em proporção da

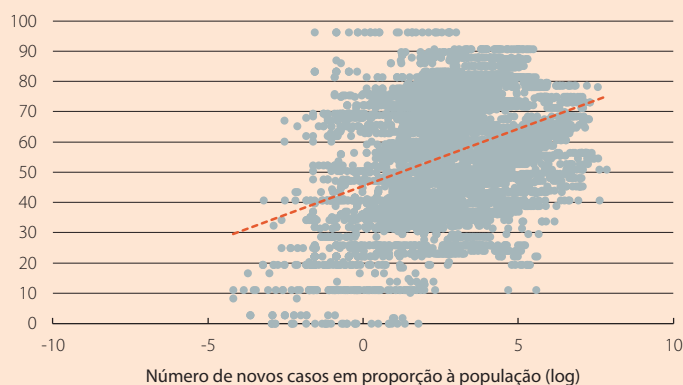
Relação entre o número de casos de COVID-19 no país e o grau de restritividade em países autocráticos

Índice do grau de restritividade



Relação entre o número de casos de COVID-19 no país e o grau de restritividade em países democráticos

Índice do grau de restritividade



Notas: Dados diários em 102 países entre fevereiro e novembro de 2020. Países democráticos: com um valor superior a 90 no índice da Freedom House.

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

1. Ver o artigo «Conseguiram as democracias um melhor controlo das interações sociais?» neste mesmo Dossier.

população)² responderam com confinamentos com um diferente grau de permissividade em função de serem mais ou menos democráticos. E, em segundo lugar, perguntamos se dois países com um grau de afetação pandémica idêntico realizaram testes de forma distinta dependendo do seu nível de democracia³.

À primeira vista e de forma ilustrativa, a visualização dos dados (ver as linhas de tendência nos gráficos deste artigo) sugere já uma relação mais forte entre o número de casos e o nível de restritividade do confinamento nos países mais democráticos. Através de uma análise de regressão de painel com controlos⁴, confirma-se estatisticamente que a resposta à primeira dúvida é favorável à democracia: os países com maior grau de democracia responderam, perante um impacto idêntico da pandemia, com uma intensidade de confinamento superior. Este é um resultado importante, pois contradiz a visão superficial de que as democracias foram «frágeis» e que, conseqüentemente, é preciso considerar até que ponto é importante sermos mais ou menos democráticos.

Baseando-nos no modelo apresentado, concluímos que o fator institucional é bastante relevante. Um exemplo prático ajudará a entender a sensibilidade. Sendo 100 o nível máximo de democracia possível, de acordo com o indicador da Freedom House, a Espanha possui um nível de 92 e a Colômbia 55. Imaginemos agora que a intensidade da pandemia (medida pelo número de novos casos por 100.000 habitantes) se multiplicava por 10 (como aconteceu em Espanha entre 6 e 13 de março de 2020, por exemplo). Neste pressuposto, o resultado do modelo é que a alteração no nível de restritividade seria em Espanha 1,5 pontos superior à alteração na Colômbia. Como interpretamos estes 1,5 pontos? Seria, pois, o aumento no nível de restritividade que ocorreria ao deixarem as autoridades a recomendação de ficar em casa, para tornarem obrigatório o confinamento domiciliário, exceção feita ao trabalho, escola, exercício e compras essenciais⁵. Uma diferença considerável, sem dúvida.

Obtemos o mesmo resultado ao ser utilizado o segundo instrumento de política de saúde: a capacidade de realizar testes. Os resultados do modelo indicam uma resposta mais intensa das democracias que a resposta das autocracias. Tal como acontecia com o grau de restritividade dos confinamentos, ser mais ou menos democrático representa uma diferença sensível.

Definitivamente, ao contrário daquilo que às vezes foi criticado, as democracias não foram permissivas na sua luta contra a COVID-19 em comparação com as autocracias. Outra questão diferente e de facto mais transcendental é saber se para além de mais restritivas, as medidas foram efetivas. Da mesma forma, devemos regressar à segunda questão que referimos no início e equacionar se o comportamento social desejado foi conseguido, ou seja, o controlo da mobilidade. Exploraremos a questão no seguinte artigo e estaremos mais perto de responder completamente a esta pergunta complexa se as democracias estiveram à altura nesta grande crise de saúde pública.

2. É interessante questionar até que ponto os países autocráticos podem estar a reportar menos casos dos que realmente estão a ocorrer, seja por conveniência política (para diminuir suspeitas de ineficiência na luta contra a pandemia), ou porque os seus sistemas de recolha de dados são menos desenvolvidos que os sistemas das democracias (que tendem a ser países mais avançados e com melhores sistemas estatísticos). Se na generalidade for este o caso, os resultados ainda serão mais favoráveis às democracias, no sentido de que a reação «ténue» das autocracias ainda o é em maior grau devido à subestimação da gravidade da pandemia.

3. Como passo prévio a esta análise, foi estudado se as duas variáveis instrumentais de saúde pública (ou seja, o quão restritos são os confinamentos e o número de testes) responderam face ao número de casos. Os resultados são os esperados: as autoridades dos vários países reagiram com o aumento da restritividade dos confinamentos e com um maior número de testes quando os casos crescem (e viceversa).

4. A relação entre a restritividade ou permissividade das medidas de confinamento, a afetação da pandemia no país e o sistema político são analisados através da seguinte regressão de painel com efeitos fixos: $Stringency_{i,t} = a_0 + a_1 Covid_{i,t} + a_2 [Covid_{i,t} \times D_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$ onde $Stringency_{i,t}$ é uma medida da restritividade das medidas de confinamento no país e no dia t elaborada pela Universidade de Oxford, $Covid_{i,t}$ é o número de novos casos COVID-19 diários em proporção da população do país, e D_i é uma medida do sistema político no país de 0 a 100 de menos a mais democrático baseada numa medida das condições dos direitos políticos e das liberdades civis em 195 países, elaborada pela Freedom House. O coeficiente a_2 pode ser interpretado como a diferença na restritividade das medidas de confinamento para neutralizar o impacto da pandemia em democracias relativamente a países autoritários. Os dados abrangem 102 países entre fevereiro e novembro de 2020. Este modelo segue uma abordagem semelhante ao modelo de Frey, C. B., Presidente, G. e Chen, C. (2020). «Democracy, Culture, and Contagion: Political Regimes and Countries Responsiveness to Covid-19», Covid Economics 18.

5. O índice que mede a restritividade das medidas de confinamento é o agregado de um conjunto de métricas de distanciamento social, uma das quais é o grau das restrições domiciliárias. Quando esta métrica passa de uma simples recomendação de se ficar em casa para uma obrigação de confinamento domiciliário, o índice agregado da restritividade das medidas aumenta em 1,5 pontos.

Conseguiram as democracias um melhor controlo das interações sociais?

Percorremos até agora metade do caminho na nossa tentativa de responder à pergunta se as democracias têm mais ou menos êxito na luta contra a pandemia. No artigo anterior¹ apresentámos evidências empíricas que pelo menos estas democracias não foram frágeis. Ao contrário, foram mais «agressivas» ao estabelecerem confinamentos mais rigorosos e foram mais ambiciosas na intensidade do número de testes. No entanto, o que realmente nos interessa não é a restritividade, mas sim a eficácia. Poderia ser que as democracias fossem mais agressivas nas suas políticas de saúde anti-COVID porque são bastante ineficazes no momento de obterem o comportamento social desejado, ou seja, a redução da mobilidade (a qual, como sabemos, leva a uma diminuição dos contactos sociais e à rutura das cadeias de contágio). Esta é uma pergunta bastante mais complexa que a que nos ocupava no artigo anterior, visto intervirem, potencialmente, mais fatores. Vamos, portanto, passo a passo.

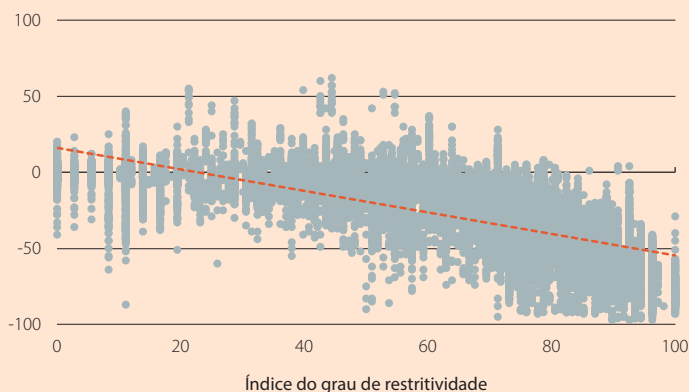
Em termos específicos, a pergunta que nos interessa responder é se, com uma intensidade igual em termos de confinamento ou do número de testes, dois países com um grau de democracia distinto obtiveram diferentes reduções de mobilidade na sua população². Novamente, o resultado da nossa análise empírica é favorável aos países democráticos. O comportamento desejado (redução da interação social e mobilidade) ocorreu em maior medida³ nos países mais democráticos sob uma aplicação idêntica dos instrumentos⁴.

No entanto, esta relação é apenas de primeiro nível. Vimos no artigo inicial do Dossier a ideia que o facto de a democracia funcionar mais ou menos bem é uma noção que engloba três aspetos distintos: o propriamente político, o da capacidade estatal e o cultural. Vejamos, portanto, se o que interpretámos como bom comportamento dos países mais democráticos para reduzir a mobilidade se poderá dever, com efeito, ao grau de eficiência das políticas públicas ou ao tipo de comportamento sociocultural mais prevalente, ou seja, a tendência para o individualismo ou para o coletivismo (entendendo que, no primeiro caso, é preciso ser mais restrito com os instrumentos, dado que o grau de «disciplina» social é previsivelmente menor).

Com estas sofisticações, os resultados mantêm-se. Em primeiro lugar, quando tratamos de explicar a mobilidade em função do grau de democracia e da capacidade estatal, constatamos que, como seria de esperar, quanto maior for a capacidade administra-

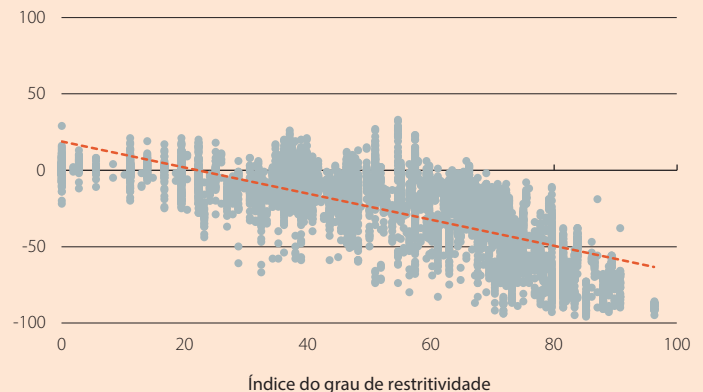
Relação entre a mobilidade e o grau de restritividade em países menos democráticos

Índice de mobilidade



Relação entre a mobilidade e o grau de restritividade em países mais democráticos

Índice de mobilidade



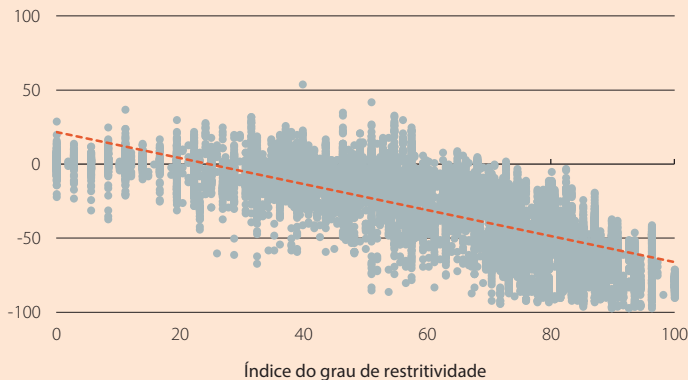
Nota: Dados diários em 102 países entre fevereiro e novembro de 2020. Países democráticos: com um valor superior a 90 no índice da Freedom House. Os «dados de mobilidade» referem-se à mobilidade da população em estabelecimentos comerciais.

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

1. Ver o artigo «Foram as democracias mais permissivas em matéria de confinamento e realização de testes?» neste mesmo Dossier.
2. Foi feita uma primeira análise preliminar para determinar se o aumento do grau de confinamento corresponde a uma diminuição da mobilidade através da seguinte regressão de painel com efeitos fixos: $Mobilidade_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + u_i + u_t + \mu_{i,t}$ onde $Mobilidade_{i,t}$ é uma medida da redução da mobilidade no país i e no dia t relativamente ao ano anterior elaborada pelo Google e $Stringency_{i,t}$ é uma medida da restritividade das medidas de confinamento elaborada pela Universidade de Oxford. A análise de regressão confirma a relação prevista e, portanto, se existir um maior rigor nas medidas de confinamento, maior é a diminuição da mobilidade. Definitivamente, o instrumento escolhido pelos países «funciona» para se obter o resultado social desejado.
3. A diferença favorável para os países democráticos é relativamente pequena em tamanho (ver o primeiro gráfico), mas os resultados são estatisticamente significativos.
4. Para realizar esta análise, acrescenta-se à regressão descrita na nota 1 anterior uma interação entre D_i , uma medida do sistema político no país, que vai de 0 a 100, baseada em dados da Freedom House, e da $Stringency_{i,t}$. Nesta regressão, $Mobilidade_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Stringency_{i,t} + \alpha_2 [Stringency_{i,t} \times D_i] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$, o coeficiente α_2 pode ser interpretado como a redução diferencial da mobilidade, para um mesmo nível de restritividade das medidas de contenção, em democracias relativamente a países mais autoritários. É obtido um coeficiente significativo e um R^2 de 0,645.

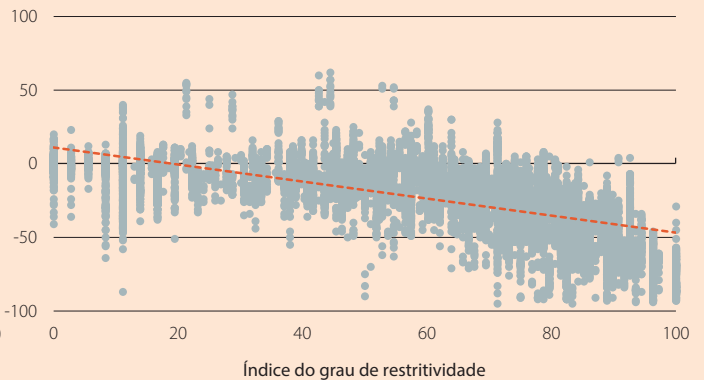
Relação entre a mobilidade e o grau de restritividade em países menos individualistas

Índice de mobilidade



Relação entre a mobilidade e o grau de restritividade em países mais individualistas

Índice de mobilidade



Nota: Dados diários em 108 países entre fevereiro e novembro de 2020. Países individualistas: com um valor superior a 80 no índice de Hofstede (2001). Os «dados de mobilidade» referem-se à mobilidade da população em estabelecimentos comerciais.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados de Hofstede (2001), da Universidade de Oxford e do Google.

tiva de implementar as políticas públicas maior é a redução da mobilidade. Por exemplo, de acordo com os nossos resultados se o índice de restritividade das medidas de confinamento (definido entre 0 e 100) aumentasse 10 pontos em dois países idênticos, mas um deles com a capacidade administrativa da Espanha e o outro com a capacidade administrativa da Colômbia (que é significativamente inferior), o índice de mobilidade cairia cerca de 5,6 pontos relativamente ao ano anterior no país com maior capacidade administrativa, enquanto cairia apenas 5,1 pontos no segundo país em igualdade de condições. Apesar do controlo devido à capacidade estatal do país, o facto de ser mais democrático continua a relacionar-se positivamente com o comportamento social desejado, ou seja, a diminuição da mobilidade⁵.

Situação semelhante acontece com os elementos socioculturais e, especificamente, com as tendências dos países serem mais ou menos individualistas⁶. Em termos gerais, a um maior grau de individualismo – tendo sempre em conta o grau de confinamento – corresponde um pior resultado em termos de controlo da mobilidade. Repetindo o exercício anterior, a mobilidade cairia cerca de 6,7 pontos num país com o grau de individualismo da Espanha (51/100), enquanto cairia apenas cerca de 6,1 pontos num país com o grau de individualismo dos EUA (91/100). Isto tem uma certa lógica, pois as sociedades nas quais o elemento coletivo ou a importância do grupo são mais elevados, a disciplina esperada é também superior que nas sociedades mais individualistas. Contudo, quando incluímos na análise o grau de democracia, voltamos a verificar que estas sociedades são mais eficazes em conseguirem a diminuição da mobilidade.

Por outras palavras, embora os estados com uma maior capacidade para implementarem políticas de forma eficaz e os países com tendências mais coletivistas tenham sido melhores no controlo da mobilidade, inclusivamente quando integramos estes fatores, as democracias continuam a fazê-lo melhor que as autocracias.

Estes resultados significam que as democracias salvaram a situação e podem ficar descansadas? É óbvio que não. De início, o drama humano que estamos a viver não permite esta complacência. Além disso, o facto das democracias terem realizado uma gestão melhor em termos relativos poderá não ser suficiente em relação aos cidadãos. Exercícios bem divulgados, como o apresentado neste artigo, deverão ajudar a fazer uma leitura menos maniqueísta do estado real da democracia. Contudo, não nos enganemos: a cidadania irá expressar o seu descontentamento com a resposta das democracias baseando-se em elementos muito mais transcendentais que o esforço, forçado e necessário, de economistas e técnicos em interpretar adequadamente o mundo. O que definitivamente irá decidir o julgamento da história é situar esta crise de saúde no contexto mais amplo da crise política. Ou, por outras palavras, tentar esclarecer a questão se a pandemia poderá atuar como estimulante da regeneração democrática ou não. Esta sentença será decretada daqui a alguns anos, mas poderemos tentar uma primeira exploração, um exercício experimental que faremos no seguinte artigo.

5. É adicionada à regressão descrita na nota de rodapé anterior uma interação entre $Stringency_{i,t}$ e $Eff_{i,t}$, uma medida da capacidade estatal elaborada pelo Banco Mundial, de modo que a regressão final é: $Mobilidade_{i,t} = a_0 + a_1 Stringency_{i,t} + a_2 [Stringency_{i,t} \times D_1] + a_3 Stringency_{i,t} \times Eff_{i,t} + u_i + u_t + \mu$. São obtidos coeficientes significativos tanto para a_2 como para a_3 e um R^2 de 0,736.

6. O impacto da cultura na relação entre a restritividade das medidas de contenção e a redução da mobilidade em cada país é analisado através da seguinte regressão de painel com efeitos fixos: $Mobilidade_{i,t} = a_0 + a_1 Stringency_{i,t} + a_2 [Stringency_{i,t} \times Individualismo_{i,j}] + u_i + u_t + \mu_{i,t}$, onde $Individualismo_{i,j}$ é uma medida da cultura individualista/coletivista no país, de acordo com uma análise de Hofstede (2001). É obtido um coeficiente significativo para a_2 e um R^2 de 0,779.

Democracia e pandemia: mais luz que escuridão

Nesta altura do Dossier, duas grandes conclusões podem ser consideradas razoavelmente bem fundamentadas. A primeira é que a democracia está indubitavelmente em baixa forma e que é acusada de ser incapaz de resolver os problemas do presente e do futuro. A segunda é que, embora a crise da COVID-19 tenha atingido as democracias desprevenidas, a evidência da análise empírica efetuada sugere que a sua resposta à pandemia não foi, em termos gerais, pior que a resposta dos poderes absolutos. De facto, é muito mais o contrário. A exceção mais notória é, provavelmente, a China. No entanto, referir que o gigante asiático teve uma boa estratégia anti-COVID não quer dizer que as democracias não tenham efetuado uma boa gestão.

Vamos agora dar agora mais um passo. Desta vez de carácter normativo e com maior prospeção. Chegou o momento de enfrentar seriamente a situação e tratar de responder à pergunta se a pandemia irá ser um fator determinante que dê uma volta de 180 graus à tendência do afastamento popular em relação às democracias ou, pelo contrário, se infelizmente será outra oportunidade perdida para recuperar a harmonia com a democracia. Lamentamos desde já dizer que, se alguém espera respostas definitivas, de branco ou preto, irá sentir-se dececionado. O que encontrará serão algumas reflexões que esperamos que possam ser elucidativas e que sugiram o tom cinzento com que interpretamos este tema crucial.

Alteração de preferências e de pandemias

Uma primeira reflexão obrigatória refere-se à questão fundamental da possível alteração de preferências que um choque como esta pandemia poderá induzir e à capacidade do sistema político em dar resposta a estas hipotéticas novas preferências. A história fornece-nos algumas lições importantes. Para começar, as grandes pandemias do passado parecem ter tido a tendência para gerar respostas políticas que sugerem que esta alteração de preferências costuma efetivamente dar-se após estas crises de saúde¹.

Uma segunda reflexão é que esta resposta política nem sempre teve sucesso. Dado abundarem as analogias entre a nefasta década de 1930 e o nosso presente, é relevante mencionar um estudo recente de Kristian Blickle, economista da Reserva Federal, no qual constata existir uma correspondência entre as circunscrições eleitorais alemãs mais afetadas pela gripe de 1918-1920 e aquelas nas quais o Partido Nazi obteve os melhores resultados nas várias disputas eleitorais da época². O autor defende, de forma bastante convincente, que a combinação de preferências anteriores (neste caso, é documentado o antisemitismo) e o choque da gripe de 1918 tornaram mais atraentes as posições das alternativas radicais.

Na nossa opinião e em termos gerais, as atuais democracias são muito mais funcionais que as democracias que existiam nos anos trinta, sendo questionável que nesta ocasião não se responda de uma melhor forma que no passado. Acharmos, portanto, que as preferências irão mudar e que os decisores públicos irão ser capazes de produzir políticas adaptadas às mesmas que são, geralmente, melhores. Isto irá depender, em grande medida, do seguinte elemento a considerar ao qual denominamos a «blindagem» do regulador.

O papel crítico da tecnocracia

Entramos numa questão extremamente controversa, mas inevitável no debate que nos ocupa, a de como blindar o regulador da excessiva influência dos grupos de interesse. A resposta é uma maior ancoragem ao processo de tomada de decisões de grupos técnicos (a tecnocracia) com um grau de independência suficiente para limitar a pressão dos *lobbies*. Se alguém pensa que isto é impossível, convém lembrar que existe um precedente muito potente de sucesso indubitável: o precedente dos bancos centrais modernos. Certamente a «blindagem» (a independência) dos bancos centrais corresponde fundamentalmente à necessidade de isolar a política monetária da tomada de decisões políticas (as quais, na sua legítima pretensão de ganharem eleições, perseguem objetivos diferentes da estabilidade de preços). Uma blindagem que é efetiva: os bancos centrais independentes criam sistematicamente expectativas de inflação mais estáveis e mais baixas que os bancos não independentes.

Assim, órgãos técnicos com um grau de independência idêntico permitirão que as políticas públicas suscetíveis de serem «capturadas» por interesses setoriais, ou por um excessivo eleitoralismo, estejam mais protegidas. Será assim possível estabelecer consensos técnicos razoavelmente partilhados que possam ser integrados nos grandes acordos que costumamos definir como políticas de Estado e cujos efeitos tendem a materializar-se num horizonte que supera largamente o horizonte do ciclo eleitoral.

Novamente, neste âmbito temos mais esperanças que receios. A capacidade que presumimos que as democracias têm em imitar as melhores práticas de outros países ou âmbitos justifica, definitivamente, a nossa visão de que aqui, mais uma vez, o futuro está mais perto do bom do que do mau. Muitas democracias tenderam a estabelecer grupos técnicos independentes que foram capazes de gerir áreas das políticas públicas que o exigiam. E se existe a preocupação de que os técnicos tenham uma agenda

1. Ver o Dossier sobre o mundo após a COVID-19 da IM05/2020, em particular o artigo «COVID-19 e cisnes negros: lições do passado para um futuro melhor».

2. Ver K. S. Blickle (2020). «Pandemics Change Cities: Municipal Spending and Voter Extremism in Germany, 1918-1933». Banco da Reserva Federal de Nova Iorque.

própria, lembremo-nos que o controlo político nestes órgãos independentes não é menor, pois é controlo o que os objetivos estabelecem (seja a estabilidade de preços, a concorrência ou a saúde pública) e que controla a sua efetividade. Contudo, os meios ficam fora do dia a dia da política.

Conhecimento científico e política

A independência da tecnocracia está irremediavelmente associada às denominadas «políticas públicas baseadas na evidência». Ou seja, a capacidade para utilizar os melhores conhecimentos científicos e sociais disponíveis para elaborar as políticas públicas. Ahamos ser este um legado bastante sólido da atual crise: a ciência, neste caso a que conduziu ao marco das vacinas, viu-se revalidada como um elemento fundamental da sociedade. Mas é preciso ir mais além. É necessário que a consideração dos critérios técnicos seja um elemento incontornável por parte dos decisores públicos. Falta muito caminho por percorrer, como a própria pandemia evidenciou (para uma amostra relevante ver o gráfico em anexo), mas as democracias deverão encontrar-se em melhores condições para o enfrentar.

A política eficaz será global ou não o será

Outro elemento crucial para a implementação de políticas públicas eficazes e através das quais reforçar a legitimidade da democracia, é o facto destas serem concebidas no enquadramento geográfico adequado. Ou, por outras palavras, se muitos dos bens (e males) públicos que a democracia persegue são globais, a escala ótima será necessariamente supranacional. As políticas-chave para enfrentar a alteração estrutural presente relativamente, por exemplo, às alterações climáticas ou à digitalização, deverão ser concebidas com uma visão e coordenação globais. Tipicamente, isto exige um quadro internacional de cooperação sendo o mais forte deles, para nós, o da UE. Se neste quadro forem fixadas diretrizes que entrem em contradição com as preferências locais, o desinteresse político crescerá. A solução, complexa, passa por encontrar elementos comuns nas preferências dos vários estados e encontrar formas de implementação local que ofereçam a margem de manobra para uma adaptação aos fatores idiossincráticos nacionais. Estarão as nossas democracias capacitadas para alcançar este equilíbrio complexo? Não podemos ser taxativos mas também não queremos ser negativos: o desafio é enorme e talvez as possibilidades de sucesso não sejam claras. Na nossa analogia cromática, é um cinzento mais escuro do que aquele que desejaríamos.

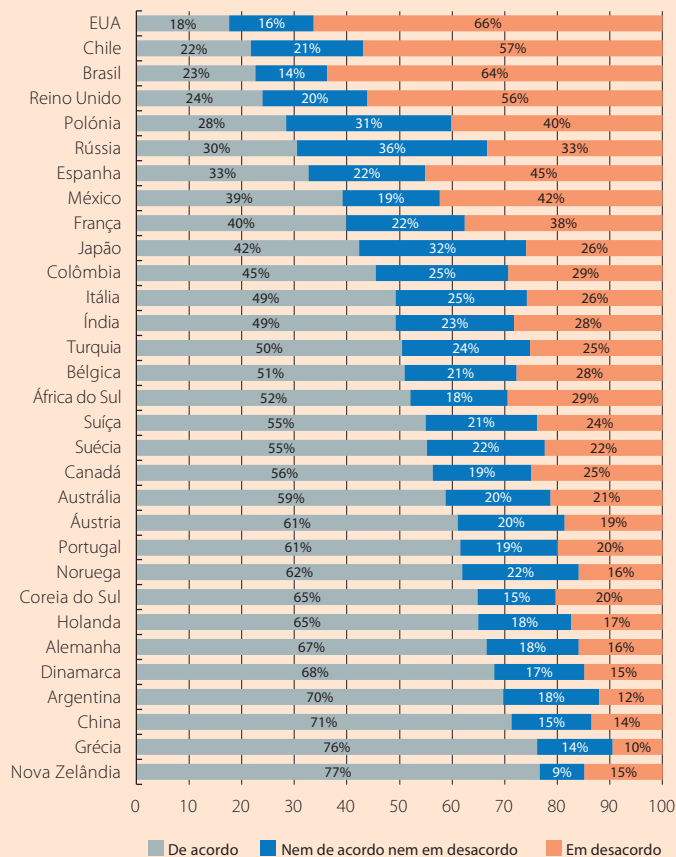
A fragmentação política

Finalmente, entramos agora noutra questão controversa e complexa: o da polarização e da fragmentação política, que vimos que é um dos fatores subjacente à tendência para criar bloqueios que afetem negativamente os processos da tomada de decisões. Como é evidente, é um tema fundamental ao qual foi dedicado muito espaço e esforço nas páginas da *Informação Mensal* nos últimos anos. A nossa síntese poderá ser a seguinte: i) a história conclui que a polarização política está presente em muitas alterações políticas sistémicas seculares e ii) que os fatores de fundo que no passado alimentaram o aumento da polarização (particularmente a alteração tecnológica, a globalização e a demografia e eventualmente também os fatores culturais) estão ativos nas nossas sociedades contemporâneas.

Isto não implica que estejamos condenados a repetir as crises do passado. Os fatores estruturais condicionam mas não determinam o destino, especialmente em sociedades que têm a sorte de terem voz e voto no processo. Churchill provavelmente estava certo: a democracia é a pior forma de governo, com exceção de todas as outras. Com este mesmo espírito, sem dúvida que as atuais democracias liberais estão longe de serem perfeitas, mas a sua qualidade e sobretudo o seu potencial de melhoria deverão permitir que sejam encontradas formas para recuperar o imprescindível relato comum do qual toda a sociedade precisa para construir o seu futuro.

Utilização da assessoria científica sobre a COVID-19 por parte dos políticos

(% das pessoas inquiridas)



Nota: Percentagem de cientistas consultados que consideram que a sua assessoria em temas da COVID-19 é tida em conta por parte dos políticos.

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

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.cegeglobal.com

